

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

Abril 26 de 2011

Agencias Calificadoras: Riesgo Absoluto vs. Relativo

En estas últimas semanas, el gobierno de Colombia ha lanzado una ofensiva frente a las calificadoras de riesgo Fitch y Moody's. La idea es convencerlas de las bondades de otorgarle a Colombia el Grado de Inversión (GI), tal como lo hiciera S&P hace cerca de un mes.

Se trata de un tema de gran importancia, pero al mismo tiempo polémico y bastante subjetivo. Recordemos el record históricamente pro-cíclico y tardío que han mostrado dichas calificadoras a nivel internacional (¿Remember Asia-1997, Argentina-Uruguay 2000-2001 o la crisis sub-prime 2007-2008?). Difícilmente uno podría concluir que dichas calificaciones reflejan conceptos-fundamentados con elevada capacidad predictiva, son más bien "opiniones," en muchos casos con graves errores (... tal como se revela en el interesante documental "Inside Job").

Desde el punto de vista gubernamental, es un tema con elevado octanaje político. ¿Remember el Ministro de Hacienda que cocinó la crisis hipotecaria de Colombia 1996-1997 preguntándose (cínicamente) cómo pudieron esas calificadoras habernos retirado el GI?; o, para el caso, ¿el actual gobierno ilusionando al mercado con el advenimiento de un pronto equilibrio fiscal y crecimientos sostenidos a ritmos del 6% anual por cuenta de efectos "cascada" provenientes, supuestamente, del auge minero-energético?

Cabe preguntarse, una vez más, si dichas calificadoras están evaluando a los soberanos con criterios absolutos o relativos. Los criterios absolutos deben referirse, suponemos, a las llamadas Probabilidades de Incumplimiento (PDI) en obligaciones crediticias. Medido con esta vara, el PDI de Colombia frente a su deuda pública claramente se ha reducido frente a la situación de hace una década. En efecto, la deuda pública ha descendido de casi el 60% al 43% del PIB, luego su requerimiento en superávit primario (antes de intereses) ha descendido del 2%-3% a tan sólo el 1% del PIB. El problema es que, aún hoy, el gobierno central arroja un déficit primario de -1% del PIB y difícilmente logrará darle la vuelta, a menos que se hagan reformas estructurales que corrijan su déficit en cerca de 2% del PIB.

Ahora bien, las calificadoras bien deberían saber que la PDI no puede limitarse a mirar la deuda vigente; la utilidad de sus "opiniones" dependerá de su capacidad analítica prospectiva. Por ejemplo, Anif ha venido reportando que la deuda vigente más las contingencias resultantes de las obligaciones de seguridad

Continúa

CRÉDITOS DE LIQUIDEZ Y CARTERA ORDINARIA.

Dos excelentes alternativas
para poner en marcha los proyectos más importantes de su empresa.

www.bancoavillas.com.co

Somos  **AV**

Somos  **Banco AV Villas**

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

social llegarán a casi un 260% del PIB a la vuelta de un par de décadas (= 43% de deuda explícita + 97% de pasivo en salud + 118% de pasivo pensional).

Esto implica que la deuda pública de Colombia se estará multiplicando por seis al incluir esas contingencias de seguridad social (ver *Comentario Económico del Día* 29 de marzo de 2011). Así las cosas, no estamos tan convencidos de que la PDI-absoluta de Colombia sea inferior a la de una década atrás. Sobre estos temas prospectivos las calificadoras no opinan mucho.

De otra parte, si bien es cierto que el componente externo de la deuda pública también ha caído (del 45% al 27%), permitiendo una sana flotación cambiaria, el problema es que su componente local (TES) enfrenta una alta volatilidad y empinamientos cercanos a los 450 pbs por cuenta de esa incertidumbre fiscal. El frente de crecimiento poco ha cambiado, seguimos con nuestro desempeño histórico bordeando el 4%-4.5% anual. A su vez, el desempleo (12% estructural) y la informalidad continúan amenazando la tranquilidad ciudadana.

Cabe entonces preguntarse si lo que ocurre es un síndrome de “complacencia fiscal internacional.” Seguramente las calificadoras han tomado nota del mejor aguante de Colombia frente a la crisis hipotecaria-fiscal de 2007-2011. En este caso, la conclusión sería que las calificadoras están usando criterios de PDI-relativos. A este respecto, no cabe duda de que Colombia hoy luce mejor que el eje-Bolivariano (Argentina, Venezuela, Ecuador o Bolivia). Sin embargo, comparados con los países con GI, no salimos bien librados (ver cuadro adjunto). Ellos arrojan niveles de endeudamiento del 35% del PIB frente al 43% del PIB de Colombia (nótese que Chile y Perú están en el rango 9% a 24% del PIB) y sus crecimientos son del 6% y su desempleo del 8%.

Suponemos entonces que los criterios de S&P y, eventualmente del resto, están dominados por el auge minero-energético esperado en 2011-2015, cuyo tamaño es aún incierto. ¿Puede acaso el hecho de duplicar las exportaciones de petróleo-carbón durante ese período, sin asegurar su sostenibilidad aún, corregir buena parte de las deficiencias antes anotadas? En opinión de S&P, y probablemente del resto, la respuesta es sí. Esperemos que todo ello sea un aliciente para que la Administración Santos proceda a adoptar las reformas estructurales (fiscales, pensionales-laborales y en materia de infraestructura) que habrán de permitir sortear bien estos riesgos absolutos y relativos ya comentados.

Calificación soberana y Desempeño económico													
Grado de Inversión (GI)						Grado Especulativo (GE)							
Calificación			Desempeño Económico (%)			Calificación			Desempeño Económico (%)				
Moody's	Fitch	S&P	Deuda/PIB	Desempleo*	Crecimiento**	Moody's	Fitch	S&P	Deuda/PIB	Desempleo*	Crecimiento**		
Brasil	GI	GI	GI	66.1	6.8	5.2	Argentina	GE	GE	GE	57.6	7.8	8.4
Colombia	GE	GE	GI	43.3	11.8	4.6	Bolivia	GE	GE	GE	40.5	6.5	4.6
Panama	GI	GI	GI	40.9	7.7	8.1	Venezuela	GE	GE	GE	38.7	8.6	4.7
Perú	GI	GI	GI	24.3	8.0	8.4	Ecuador	GE	GE	GE	24.7	8	4.6
Chile	GI	GI	GI	8.8	8.3	3.7							
Promedio (sin Colombia)				35.0	7.7	6.3	Promedio			40.4	7.7	5.6	

*Promedio de 2010

**Promedio 2005-2010

Fuente: S&P, Moody's, Fitch, FMI y Cepal.