

INFORME SEMANAL



ISSN 1794-2616

No. 1527 | Mayo 26 de 2021

ANIF

Calle 70A No. 7-86
PBX: 744 67 00
Bogotá D.C.

Mauricio Santa María S.
Presidente de ANIF

Carlos Felipe Prada L.
Vicepresidente de ANIF

Anwar Rodríguez C.
Investigador Jefe de ANIF

Investigadores

Juan Sebastián Burgos V.
Camila Ciurlo A.
Daniela Escobar L.
José Antonio Hernández R.
Laura Llano C.
Norberto Rojas D.
Erika Schutt P.
Martha Lucía Silva B.
Camilo Solano C.

Pasante de Investigación
Samuel Malkun M.

www.anif.com.co

E-mail: anif@anif.com.co



@ANIFCO



AnifOficial



ANIF

STANDARD AND POOR'S HACE UN LLAMADO DE ALERTA

El pasado miércoles 19 de mayo la firma calificadora Standard & Poor's (S&P) rebajó la calificación crediticia de la deuda colombiana denominada en moneda extranjera de BBB- con perspectiva negativa a BB+ con perspectiva estable. No hay duda de que la decisión afecta a todos los sectores de la economía, sobre todos a aquellos que tienen más exposición al sector externo, pero también es bueno matizar los efectos de la medida. En este *Informe Semanal* ahondaremos en entender en qué consiste esta decisión, por qué se tomó y qué implicaciones tiene para el bolsillo y el bienestar de los colombianos.

¿Qué quiere decir la medida?

En primer lugar, hay que entender qué significa la calificación que nos dio la firma S&P el pasado 19 de mayo. Los países, para financiar sus diferentes compromisos, recurren principalmente a dos fuentes de ingreso: impuestos y endeudamiento. Esta última puede ser interna o externa. La deuda externa no es más que pedirle plata prestada al resto del mundo. Pero, tal y como funciona en un banco, los intereses varían dependiendo del nivel de riesgo del país que solicite el préstamo. Definir el nivel de riesgo de no pago que representaría para un inversor dar un préstamo a cada país es entonces tarea de las calificadoras. Una calificación más alta significa que el país acostum-

Mayo 26 de 2021

bra a pagar sus deudas y, entonces, hay un menor riesgo en la inversión. Así, según el apetito de riesgo del mercado se determina qué intereses se les aplica a los préstamos por país en función de la calificación de riesgo. En el mundo las tres agencias calificadoras reconocidas: Standard and Poor's, Fitch y Moody's. En el mundo las tres agencias calificadoras reconocidas en esa labor: Standard and Poor's,

Fitch y Moody's. Cada una tiene diferentes escalas de calificación (ver Tabla 1) y aunque tienden a estar alineadas, pueden variar en pequeños rangos. Los inversionistas internacionales se fijan en el promedio de calificación de las tres firmas.

La calificación va acompañada de una perspectiva que otorga cada firma, esta puede ser positiva, ne-

Tabla 1. Escala de calificación de riesgo según firma

S&P	Fitch	Moody's	Descripción	
AAA	AAA	Aaa	Óptimo	Grado de inversión
AA+	AA+	Aa1	Grado alto	
AA	AA	Aa2		
AA-	AA-	Aa3		
A+	A+	A1	Grado medio-alto	
A	A	A2		
A	A	A3		
BBB+	BBB+	Baa1	Grado medio-bajo	
BBB	BBB	Baa2		
BBB-	BBB-	Baa3		
BB+	BB+	Ba1	Especulativo	Especulativo
BB	BB	Ba2		
BB-	BB-	Ba3		
B+	B+	B1	Altamente especulativo	
B	B	B2		
B-	B-	B3		
CCC+	CCC	Caa1	Riesgos substanciales	
CCC		Caa2	Extremadamente especulativo	
CCC-		Caa3	En "default" con poco prospecto de recuperación	
CC		Ca		
C				
D	DDD	C	En "default"	
	DD	/		
	D			

Fuente: elaboración ANIF con datos de TP Capitals.

Mayo 26 de 2021

gativa o estable y se refiere a cómo se espera que evolucione la calificación en el futuro.

Hay una alta variedad de rangos, pero los países apuntan a estar siempre dentro del denominado “Grado de Inversión”, que es donde se agrupan las calificaciones más altas y donde se le envía el mensaje a los inversionistas de que es seguro depositar su capital en ese país. Todas las calificaciones por debajo de ese rango se les denomina “Grado Especulativo”. Por lo general hay diferentes empresas en las que por política corporativa está prohibido invertir en países por debajo del rango de inversión, por lo que bajar de esa calificación supone necesariamente una salida de capitales del país. La magnitud de esta salida de ingresos depende de varios factores como se verá más adelante.

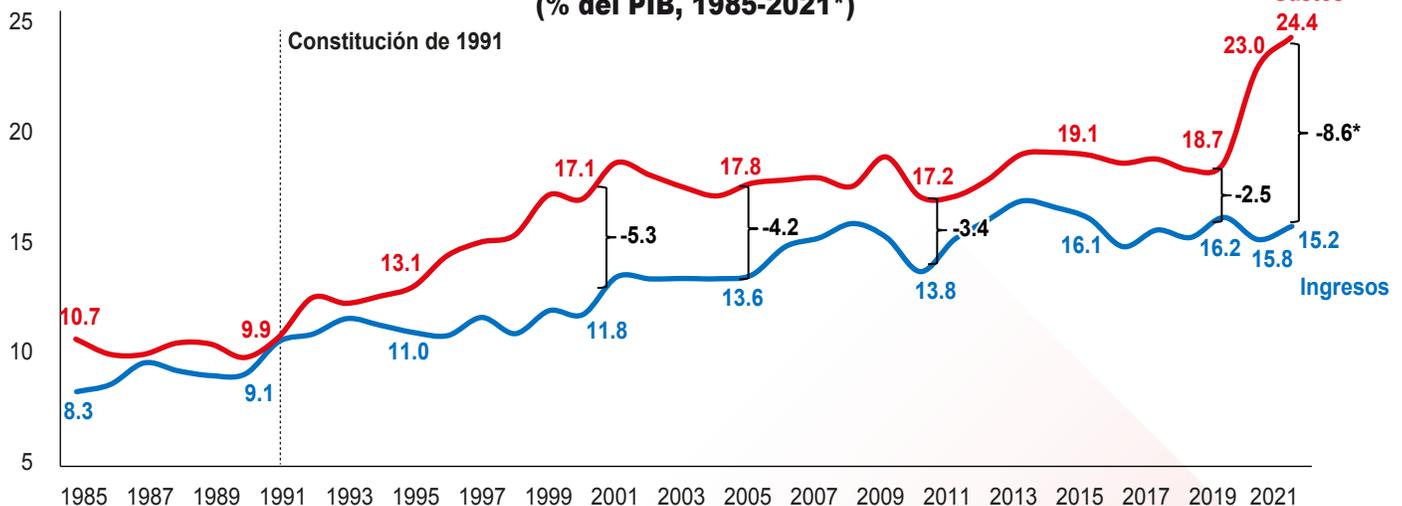
La decisión de la firma S&P de bajar la calificación de riesgo para el país es un fuerte llamado de aten-

ción, aunque aún no implica que el país haya perdido su grado de inversión. Para que esto ocurra, otra firma calificadora (o ambas) debe tomar una decisión en la misma dirección.

¿Qué motivó la decisión?

La firma tuvo en cuenta principalmente la incertidumbre de la situación fiscal en Colombia. El país tiene un nivel alto de deuda si se compara con el promedio de países que mantienen una calificación crediticia de grado de inversión. Además, hoy en día los gastos superan a los ingresos (ver Gráfico 1) y la pandemia profundizó problemas que requieren de nuevas necesidades de gasto. Ese difícil panorama fiscal requería de una reforma estructural con la cual se pudiera avanzar hacia la recuperación de la economía y la consolidación fiscal.

Gráfico 1. Ingresos y Gasto del Gobierno Central (% del PIB, 1985-2021*)



*2021: proyección Ministerio de Hacienda y Crédito Público
Fuente: Elaboración ANIF con base en MHCP y Banco de la República.

Mayo 26 de 2021

No obstante, el retiro de la reforma tributaria como consecuencia de las presiones políticas da indicios de que el Proyecto de Ley que está próximo a tramitarse en el congreso no será de carácter estructural, sino que, al igual que en ocasiones anteriores, buscará generar los ingresos tributarios suficientes para cubrir los gastos en el corto plazo, lo cual no es suficiente para cubrir las necesidades crecientes de gasto que tiene el país para los próximos 15 años (ver Gráfico 2). Lo anterior, sumado a las elecciones presidenciales que se avecinan en 2022 llevan a que, en este caso S&P, vea un proceso más lento en cuanto al crecimiento y la estabilidad fiscal y política del país.

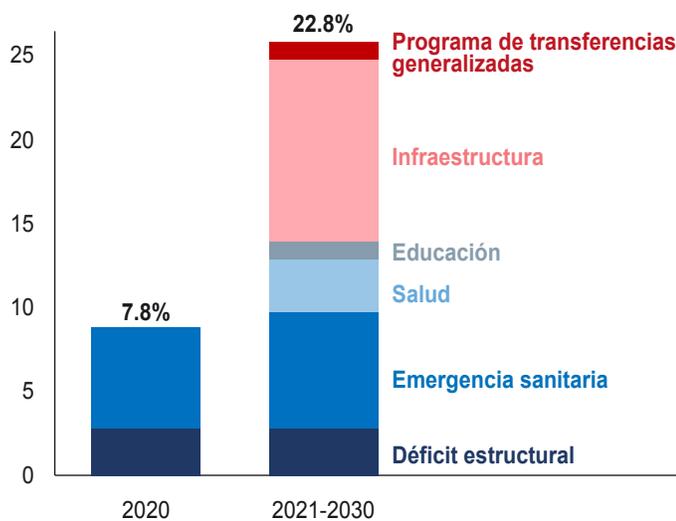
Esta situación, aunque todavía no ha sido determinante para que las otras firmas rebajen la calificación de Colombia, sí se ha traducido en un pronunciamiento por parte de Fitch, acerca de la preocupación que genera el futuro fiscal de la nación. Los disturbios sociales y bloqueos prolongados que sufre el país por estos días podrían entorpecer el entorno operativo y retrasar la senda de recuperación de la economía, el crecimiento y la inversión en el país.

¿Qué implicaciones tiene la decisión?

En el corto plazo habrá una reacción negativa de los mercados, lo que se traducirá en la depreciación del peso y aumento en las tasas de interés. De hecho, el día en el que se tomó la decisión, el peso colombiano cayó cerca de un 1% y las acciones de empresas nacionales presentaron un desempeño negativo. Sin embargo, es necesario señalar que, desde el 2 de mayo, día en que se retiró la reforma tributaria, los mercados ya esperaban la pérdida del grado de inversión. Razón por la cual, los bonos en dólares de Colombia se cotizan desde ese momento, e incluso antes, como si no tuvieran grado de inversión. Incluso con anterioridad se esperaba que las calificadoras tomaran esta decisión: a finales de abril las tasas a las que se financia el Gobierno Nacional han aumentado en más de 1.5pp respecto a las presentadas en el mes de enero, en ese sentido ya se generó un golpe previo que se le puede descontar al que viene.

Según estimaciones de Fitch, el 40% de los 20 emisores corporativos colombianos calificados baja-

Gráfico 2. Necesidades de Recursos para los próximos 10-15 Años (% del PIB)



Nota: según el MFMP para el período 2021-2048 se comprometieron un total de 9.5% del total del PIB 2020 para el sector transporte y los programas de vivienda, con lo cual, se asegura la apuesta del Estado para el desarrollo de la infraestructura en el país.

Fuente: cálculos ANIF.

Mayo 26 de 2021

rían. En este sentido, las consecuencias no se hicieron esperar y S&P también rebajó la calificación de Ecopetrol, Grupo Sura, Isagen, Ocesa y Davivienda y también de dos entidades estatales: Findeter y Financiera de Desarrollo Nacional.

No obstante, las repercusiones de la pérdida del grado de inversión serían aún más profundas. En el corto plazo, podría presentarse no solo una disminución en la inversión extranjera directa, sino también una fuga de capitales que refuercen la depreciación del peso frente al dólar estadounidense. Esto podría tener consecuencias negativas en los niveles de producción debido a que la importación de maquinarias y materias primas sería más costosa. Lo anterior, sumado al mencionado encarecimiento del endeudamiento del gobierno en el extranjero llevará a un menor gasto público, herramienta clave en la generación de empleo y de ingreso de los hogares y, en general, a un menor crecimiento de la economía y mayor desigualdad.

Así mismo, también es importante saber qué sucederá en el mediano y largo plazo. Si la reactivación de la economía continúa detenida debido a medidas restrictivas a la movilidad y el comercio como cuarentenas y toques de queda y si las manifestaciones y bloqueos se prolongan, es probable que las calificadoras bajen la perspectiva que tienen a futuro de nuestro grado crediticio: S&P la fijó en estable mientras Fitch y Moody's tienen perspectiva negativa. Ahora bien, de no tramitar con urgencia una nueva reforma tributaria, es casi seguro que Fitch siga el camino de S&P y baje nuestra calificación a BB+.

¿Qué expectativas hay a futuro?

Como lo expresamos, lo que pase en los próximos meses depende de la seriedad con la que se asuma la necesidad de tramitar una reforma tributaria que permita, en el corto plazo y de manera progresiva, aumentar los ingresos de la Nación. Un consenso para sacar adelante esta reforma no da más largas y es responsabilidad de todos los sectores políticos agilizarla y debatirla en las instancias requeridas. De lo contrario, la situación solo tenderá a empeorar en materia económica y eso significa un menor bienestar para todos los ciudadanos.

Las otras calificadoras están a la expectativa de lo que ocurra con el trámite de esta nueva reforma y, también, a la manera en la que se hará frente a la crisis social que golpea al país por cuenta de las manifestaciones y bloqueos de vías. Además, los ojos están puestos en el avance del Plan Nacional de Vacunación y la recuperación económica, aspectos que van todos de la mano.

Lo anterior hace evidente el alto grado de incertidumbre en el que se encuentra el país y, consecuentemente, de la evolución en su calificación crediticia. Así, vale la pena resaltar que en el ámbito macroeconómico, de acuerdo con Gottlieb (2015)¹ en un análisis realizado para 11 economías, la pérdida del grado de inversión conlleva un rápido ajuste fiscal y una rápida corrección en la balanza de pagos, mientras que conduce a un crecimiento económico más lento.

¹ Gottlieb, J. (2015). What happens to countries that lose their investment grade status? Macro Visión – Itau BBA. Consultado el 29 de marzo de 2021 en: https://www.itau.com.br/_arquivosstaticos/itauBBA/contents/common/docs/20150914_MACRO_VISION_INVES-GRADE.pdf

Mayo 26 de 2021

¿Cómo ha sido históricamente el comportamiento de Colombia?

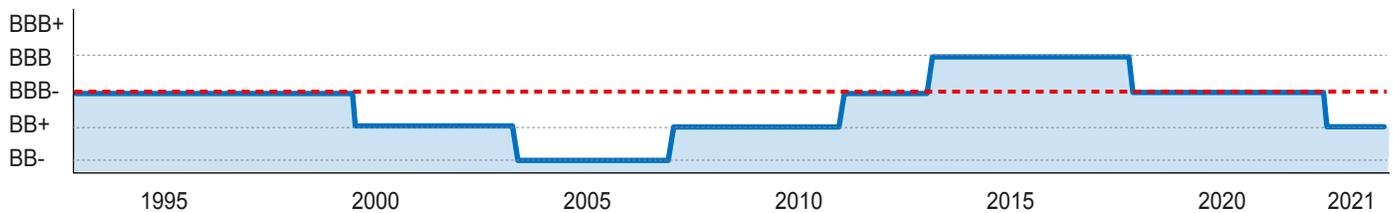
Durante los últimos 10 años Colombia ha tenido grado de inversión, un beneficio que se ha visto en mayores inversiones, un aumento del atractivo de inversión en la deuda emitida por el Gobierno Nacional y un comportamiento relativamente estable de la tasa de cambio, lo cual se evidenció principalmente en la primera mitad de la década pasada. Previo a esto, estuvimos 11 años en el grado especulativo, es decir, sin

grado de inversión (ver Gráfico 3). En ese momento la calificación bajó debido a las repercusiones de la crisis económica de finales de los 90's y a la coyuntura de violencia que se vivía en el país en la misma época y a principios de los 2000.

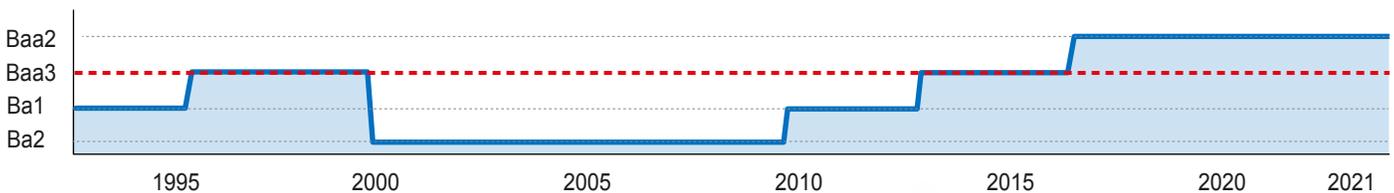
Esto muestra que recuperar el grado de inversión una vez se pierde, no es una tarea fácil y requie-

Gráfico 3. Calificación soberana

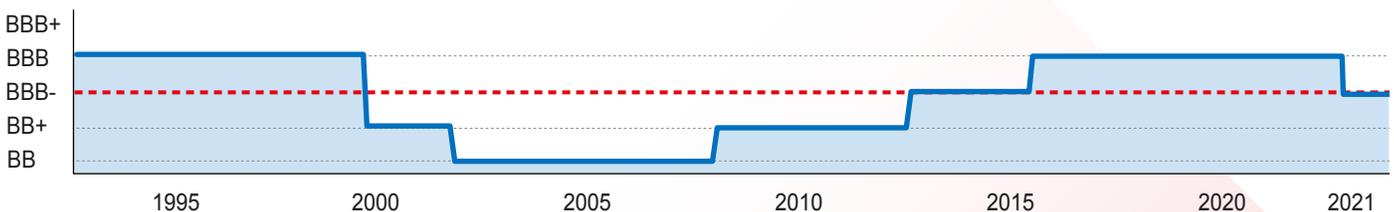
Standard & Poor's



Moody's



Fitch



Fuente: Standard & Poor's, Moody's, and Fitch.

Mayo 26 de 2021

re que la economía tenga niveles de crecimiento estables y que se cuente con ingresos fiscales suficientes para garantizar las grandes necesidades de gasto del país y para solventar la deuda externa.

mos años los ha puesto niveles especulativos y lejos de ubicarse en el grado de inversión. Ya en el extremo se encuentra Venezuela que tiene el grado más bajo posible en las tres firmas calificadoras (ver Gráfico 4).

¿Cómo está Colombia en comparación a otros países?

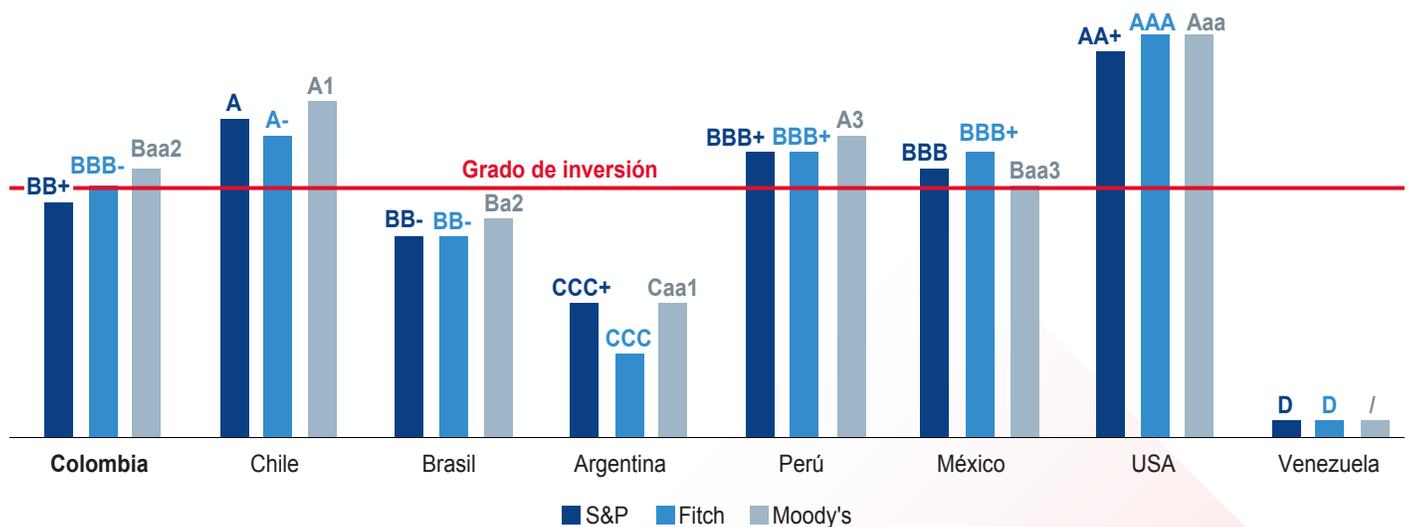
Colombia se ha caracterizado por estar en el promedio de los diferentes indicadores económicos dentro de los países de la región. El comportamiento de la calificación en la región es muy variado. Países como Chile cuentan con calificaciones A (aunque hay incertidumbre por la coyuntura política en la actualidad). Perú y México tienen una calificación ligeramente mayor a la de Colombia. En la otra orilla están países como Argentina y Brasil, cuyo manejo de las finanzas públicas en los últi-

Consideraciones finales

Lo más importante para tener en cuenta es que aún no nos quedamos sin grado de inversión, para que esto ocurra otra de las firmas tiene que bajar la calificación para Colombia. A pesar de lo anterior, la decisión sí nos obliga a asumir con seriedad la estabilización de nuestras finanzas públicas.

Por lo pronto habrá repercusiones negativas sobre gran parte del sector real y financiero, así como en las finanzas públicas del país. En esa línea, el alza

Gráfico 4. Calificación de riesgo por país



Fuente: construcción ANIF con datos de S&P, Fitch y Moody's.

Mayo 26 de 2021

en las tasas, un menor apetito por los títulos colombianos y una salida de capitales, sumado a una mayor depreciación del peso frente al dólar, repercutirán en los sectores de mayor exposición al sector externo.

Es de vital importancia, tanto para la recuperación de la confianza por parte de las calificadoras como para el bienestar del país, tramitar una reforma que permita solventar parcialmente las necesidades de gasto que tiene el país en el corto plazo y, a futuro, dar vía a una reforma estructural que permita

igualar las crecientes necesidades de gasto que tendrá Colombia en los años venideros. Aunque hemos sobrevivido sin el grado de inversión antes, como vimos a lo largo de este *Informe Semanal* sin duda alguna es mejor tenerlo a no tenerlo. Por eso la reforma fiscal, así sea esta de corto plazo, es fundamental para balancear las finanzas, defender el grado de inversión de la deuda soberana e incentivar la inversión necesaria para la generación de empleo y la recuperación de los ingresos de los hogares que, finalmente, permita reducir la desigualdad social del país.

Mayo 26 de 2021

INDICADORES ECONÓMICOS

\$MM⁽¹⁾ CAMBIO PORCENTUAL ANUAL

	7 mayo 2021	A la última fecha	Un mes atrás	Tres meses atrás	Un año atrás
1. Medios de pago (M1)	165.557	16,5	16,0	29,1	31,5
2. Base monetaria (B)	126.830	9,0	8,3	17,5	25,9
3. Efectivo	93.164	20,8	23,4	30,2	29,2
4. Cuentas corrientes	72.393	11,4	7,5	27,7	34,4
5. Cuasidineros	411.801	0,7	2,0	7,9	14,7
6. Total ahorro bancos comerciales	257.507	11,1	12,3	23,9	25,8
7. CDTs	154.294	-13,0	-11,2	-9,8	2,9
8. Bonos	33.727	5,4	4,4	0,6	12,7
9. M3	628.101	5,1	5,6	12,2	17,6
10. Cartera total	477.772	-0,9	-1,2	1,8	11,0
11. Cartera moneda legal	460.629	0,4	0,3	2,2	10,4
12. Cartera moneda extranjera	17.142	-26,4	-29,4	-9,9	22,6
13. Total bancos comerciales	465.043	-0,9	-1,2	1,9	11,1
14. CFC	9.768	0,2	-0,7	-2,9	7,4
15. TES ⁽²⁾	362.768	10,9	9,7	11,0	5,7
16. I.P.C. Abr		1,95	1,51	1,60	3,51
17. IPC sin alimentos Abr		1,56	1,06	0,90	2,65
18. IPC de alimentos Abr		3,97	3,92	5,50	8,23
19. TRM (\$/US\$) May25	3.750,66	-0,85	-9,90	4,27	12,62

VALORES ABSOLUTOS

20. Reservas internacionales ⁽³⁾		59.144	58.901	58.988	55.833
21. Saldo de TES (\$MM)		362.768	354.349	354.668	327.135
22. Unidad de Valor Real (UVR) May25		280,77	279,28	276,31	276,22
23. DTF efectiva anual May24-May30		1,87	1,76	1,81	4,25
24. Tasa interbancaria efectiva May17-May21		1,76	1,74	1,75	3,22

FECHAS CLAVE Mayo 24 al 28 de 2021

LUNES 24

U.E: reunión especial del Consejo Europeo.
Japón: discurso de gobernador del BoJ.

MARTES 25

COL: Encuesta pulso social, abril 2021.
EE.UU: ventas de vivienda nueva, abril.
EE.UU: Índice de precios de vivienda-S&P/Case Shiller, febrero.
EE.UU: Índice de Confianza del Consumidor calculado por The Conference Board, abril.
U.E: reunión especial del Consejo Europeo.
Alemania: PIB, primer trimestre.

MIÉRCOLES 26

COL: Cartera hipotecaria de vivienda, primer trimestre.

JUEVES 27

EE.UU: PIB (preliminar), primer trimestre.
EE.UU: órdenes de bienes durables, abril.
EE.UU: venta de viviendas pendientes, abril.
Japón: desempleo, abril.

VIERNES 28

COL: reunión de la Junta Directiva del Banco de la República.
COL: Índice de costos de la construcción pesada, abril.
COL: Índice de costos de la construcción de obras civiles, abril.
COL: remesas de trabajadores, abril.
EE.UU: Índice de Confianza del Consumidor calculado por la Universidad de Michigan, mayo.
EE.UU: Índice de Ingresos Personales, abril.
U.E: Indicador de sentimiento económico calculado por la Comisión Europea, mayo.
Francia: PIB, primer trimestre.

(1) Miles de millones de pesos. (2) Saldo TES del sector público. (3) Millones de dólares.
Fuente: cálculos ANIF con base en el Banco de la República.