



CALIFICACION COLOMBIANA:

Tras el grado de inversión

La deuda soberana de Colombia perdió el grado de inversión desde finales de 1999. Según los criterios empleados por Moody's, lo anterior significa que los bonos colombianos en el exterior "calificados con Ba son juzgados por tener elementos especulativos; su futuro no puede ser considerado como bien asegurado. La protección de los pagos de intereses y principal podría ser moderada, y no estar salvaguardados durante buenos y malos tiempos en el futuro. La incertidumbre caracteriza los bonos de esta clase"¹.

Entre otras cosas, la pérdida del grado de inversión en la calificación de la deuda soberana ha implicado un encarecimiento de las fuentes de financiamiento externo para el país, y un menor acceso a los mercados de capitales. Muchos países, entre ellos Estados Unidos, tienen una legislación que impide a los fondos de inversión colectiva mantener en su portafolio títulos que no tengan un grado de inversión en sus calificaciones internacionales.

Son variadas las razones por las que el país vio deteriorada su calificación externa, basta mencionar los problemas fiscales, el orden público, la recesión y la crisis financiera. Sin embargo, en la superación de estos problemas, con excepción del orden público, se ha venido avanzando; el sector financiero se ha venido fortaleciendo y saneando; el déficit fiscal primario se ha venido reduciendo y la actividad económica viene dando muestras de reactivación importantes.

Estos avances han hecho pensar en la posibilidad de que el país recupere rápidamente su grado de inversión; sin embargo, la experiencia de países que han estado en la misma situación sugiere que este será un camino difícil de

transitar, que tardará más años de lo que sería deseable, y que hace falta avanzar en otros aspectos fundamentales que son tenidos en cuenta por las agencias calificadoras.

¿Por qué es importante?

La pérdida de grado de inversión significa condiciones más restringidas y onerosas de acceso a los mercados financieros internacionales. Existe una evidente relación entre el *spread* y la calificación otorgada por agencias como Moody's y Standard & Poor's. Entre mayor sea la calificación, menor es el *spread* sobre la tasa del Tesoro de Estados Unidos a la que tendrán que remunerarse los bonos emitidos internacionalmente (Cuadro 1).

Cuadro 1
Spreads y Calificación deuda soberana/1
(2000)

País	S&P	Moody's	Spread
Polonia	BBB	BBB+	246
Panamá	BB+	BBB+	434
México	BB+	BBB-	476
Argentina	BB	B+	709
Colombia	BB	BB	734
Brasil	B+	B	757
Bulgaria	B	B	688
Venezuela	B	B-	992
Ecuador	NC	CCC-	3653

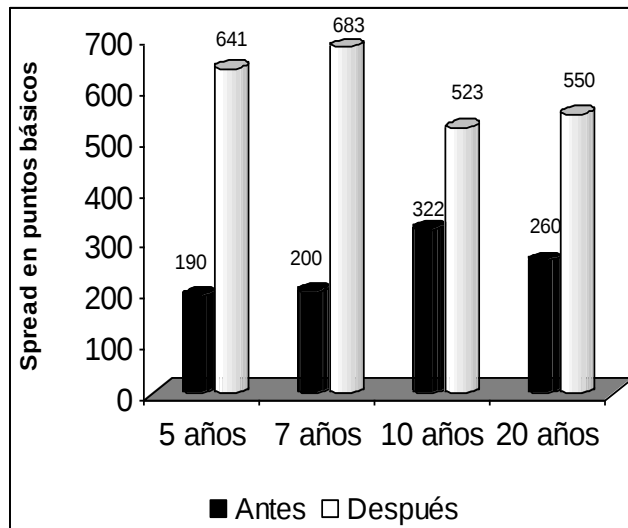
/1 Unificados con la nomenclatura de Standard & Poor's.
Fuente: Moody's, S&P, J.P Morgan.

En el caso colombiano, es evidente el mayor costo que ha tenido que pagar el país en los mercados financieros internacionales por la baja en la calificación y la pérdida del grado de inversión. El gráfico 1 muestra el aumento en el *spread* de emisión de bonos colombianos en el exterior, dos años antes y después de la revisión de la calificación de la deuda soberana. El aumento más notorio se dio en los plazos de 5 y 7

¹ Véase, Moody's Definitions en www.moodys.com

años, aunque en los de 10 y 20 años también se dieron alzas no despreciables.

Gráfico 1
Spread de nuevas emisiones



Fuente: Ministerio de Hacienda

Cálculos de Asobancaria indican que cada 100 puntos básicos adicionales en el *spread* de las emisiones de bonos realizadas entre noviembre de 1999 y febrero de 2001, representan un costo para el país cercano a los US\$190 millones. En otras palabras, si el país logra recuperar el grado de inversión en sus calificaciones de bonos externos, podría ahorrarse una importante cantidad de recursos que ayudarían a consolidar la posición fiscal en el mediano plazo. El alivio del peso de la deuda interna ya se está sintiendo en el mercado local por efecto de la reducción en las tasas de interés, es hora de ponderar adecuadamente los elevados costos de la financiación externa que implica la pérdida del grado de inversión.

¿Qué hay que hacer?

Como se dijo al comienzo de esta nota, en el último año y medio el país ha avanzado en materias importantes como el ajuste fiscal, la estabilidad del sector financiero, la reducción de las tasas de interés reales, la recuperación económi-

ca, y el crecimiento de las exportaciones. Sin embargo, todo parece indicar que esto no es suficiente como para esperar un aumento de la calificación por parte de las agencias calificadoras de riesgo.

Solamente con el ánimo de identificar algunos factores de debilidad de la economía colombiana, se presenta un cuadro comparativo de las principales variables macroeconómicas examinadas por las agencias calificadoras de riesgo, y reportadas por países que en la actualidad gozan del grado de inversión.

Cuadro 2
Comparación variables macro relevantes

Variable	Chile	México	Hungría	Polonia	Colombia
S&P	A-	BB+	A-	BBB+	BB
Moody's	Baa1	Baa3	A3	Baa1	Ba2
PIB per cápita	4.450	4.900	5.200	4.200	2.085
PIB Δ	6.0	7.1	5.2	5.0	3.0
Ahorro/PIB	20	18.1	21.1	23.0	12.2
Inversión/PIB	21	21.0	26.0	29.2	14.7
Inflación	4.1	9.0	7.5	6.5	8.8
Devaluación nominal	4.1	3.6	10.6	n.d.	18.7
Cta. Corr./PIB	-2.6	-2.9	-4.9	-6.2	0.2
Inv. Ext./CC	328	70.5	78	71.0	6.8 veces
Export/PIB	30	34	59	28.3	15
Deuda ext. / export.	157	90	80	115	230
Deuda pública/PIB	27	29.5	60	38.8	30.1
Déficit fiscal/PIB	-0.2	-0.8	-3.5	-2.5	-3.6
Desempleo	8.2	2.5	7.3	12.0	20

Fuente: Dresdner Bank, DNP, Fundación Capital Argentina

Si los valores promedio de las variables presentadas en el cuadro anterior se consideraran como objetivos para acercarse al grado de inversión, se podría concluir que Colombia ha avanzado en aspectos como el fiscal, la inflación y ajuste del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Por el contrario, el país no sale muy bien librado en aspectos como el desempleo, el crecimiento económico, los niveles de ahorro e inversión y la relación exportaciones/PIB. Del orden público y la situación de violencia ni hablar; en este aspecto, hasta países

que se encuentran calificados con grado de *default* nos llevan la delantera.

La importancia del ajuste macroeconómico para acercarse al grado de inversión es incuestionable; sin embargo, el país no debe descuidar variables que, como el crecimiento y el desempleo, son decisivas a la hora de las evaluaciones por parte de las calificadoras. A México le tomo cerca de 5 años recobrar el grado de inversión en Moody's; analistas estiman que Argentina podría aspirar a recobrarlo en el 2005. ¿Cuánto tiempo estamos dispuestos los colombianos a esperar y cuántos costos a asumir?



Endeudamiento externo:

AJUSTE DEL SECTOR PRIVADO

Las cifras de endeudamiento externo actualizadas a diciembre del 2000 muestran tendencias interesantes que reflejan el grado de ajuste del sector externo, y la dinámica de los mercados internacionales de capitales.

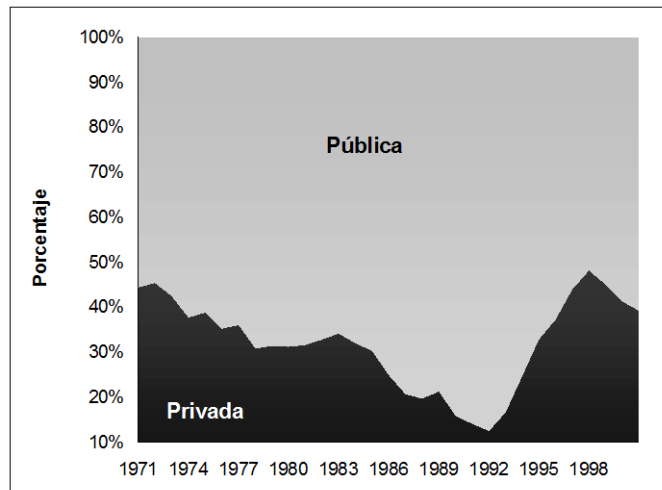
El saldo total de la deuda externa del país ascendió a US\$33.264 millones en el año 2000, registrando una contracción de 1% frente a 1999. En los dos últimos años la deuda privada se redujo 15% al pasar de US\$15.200 millones en 1997 a \$13.000 millones en el 2000. Por el contrario, la deuda pública externa aumentó US\$3.800 millones en ese mismo lapso. Como resultado, la composición porcentual de la deuda externa, entre pública y privada, se ha modificado a favor de la primera, cambiando la tendencia observada a lo largo de los noventa (Gráfico 1).

El ajuste en las cuentas externas del sector privado se evidencia también en el crecimiento de las amortizaciones realizadas durante los últimos años; mientras en 1997, dicho rubro fue

de US\$2.100 millones, en el 2000 ascendió a US\$3.365 millones (Gráfico 2)

Gráfico 1

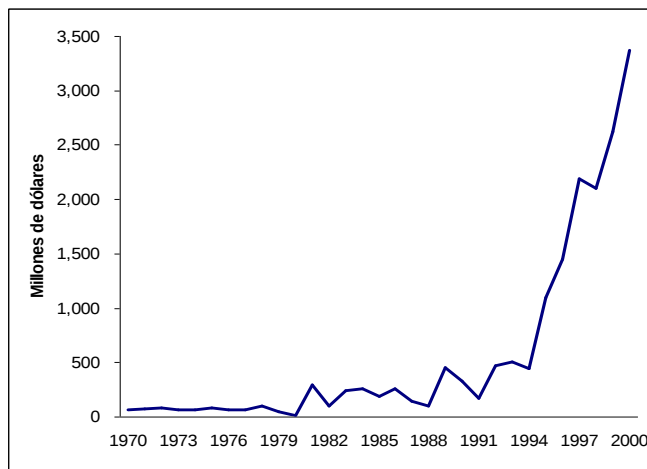
Composición de la deuda externa entre pública y privada



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria

Gráfico 2

Amortizaciones de la deuda privada externa. Millones de dólares



Fuente: Banco de la República

El costo de la deuda pública

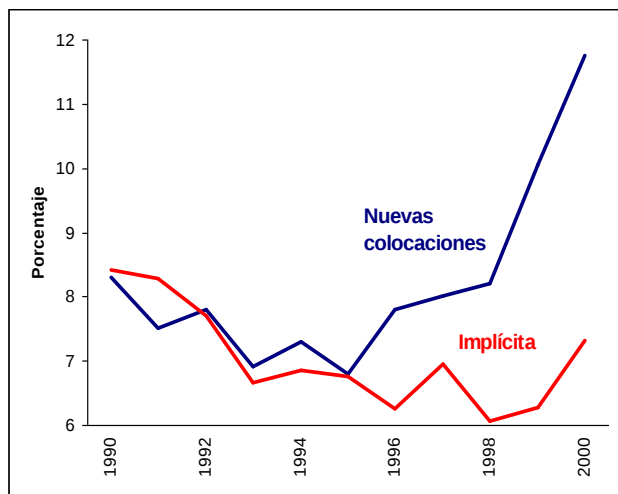
Según las cifras reveladas por el Banco de la República, en el 2000 el gobierno pagó por

concepto de intereses de deuda externa cerca de US\$1.400 millones, equivalentes a 1.8% del PIB.

Aunque el aumento observado en el costo de la deuda externa es el reflejo de las mayores necesidades de financiamiento, también hay un componente asociado al incremento de las tasas de interés que tiene que pagar el país por el acceso a los mercados financieros internacionales. Por ejemplo, las tasas de interés de las nuevas contrataciones de crédito fueron del orden del 11.8% en el 2000, mientras que hace apenas dos años esa tasa era de 8.2%; la tasa implícita de la deuda pública externa ha venido subiendo también, reflejando el mayor costo que ha tenido que asumir el país en los últimos dos años (Gráfico 3)

Gráfico 3

Tasa implícita y tasa de interés de nuevas colocaciones de la deuda pública externa



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria

La dinámica del endeudamiento externo público y su elevado costo, ponen de relieve la importancia de que el país trace una ruta de mediano plazo con miras a obtener el grado de inversión en los mercados financieros internacionales.