

Comentario Económico del día



Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

Agosto 6 de 2013

Calificación Crediticia de Colombia: ¿Mejoras en PDI, pero sacrificando la infraestructura?

Durante los últimos meses, las principales calificadoras de riesgo han mejorado las perspectivas y también el estatus de la deuda colombiana. En efecto, S&P elevó dicha calificación en un escalón en abril de 2013 (llevándola a BBB), mientras que Fitch (en marzo de 2013) y Moody's (julio de 2013) la pusieron en "perspectiva positiva". Todo hace presagiar que seguramente estas dos últimas calificadoras pronto la elevarán a BBB, quedando esa calificación de forma unánime un peldaño por encima del umbral del Grado de Inversión (ver cuadro adjunto).

Estos positivos movimientos llegan, paradójicamente, cuando ni las economías emergentes, ni América Latina, ni Colombia atraviesan por buenos momentos económicos, todas golpeadas por el eventual tránsito hacia la "normalización monetaria" de la FED y por la desaceleración generalizada (ver *Comentario Económico del Día* 30 de julio de 2013). América Latina luce particularmente vulnerable ante la reversión en los términos de intercambio, probablemente creciendo en 2013 una cifra similar al 2.6% observado en 2012. Ya existe relativo consenso alrededor de un crecimiento tan sólo del 3.8% en 2013 para Colombia (vs. el 5% esperado un año atrás) y hasta el Banco de la República ha revertido su pronóstico del 4.3% hacia el 4%. Esto como resultado de graves problemas estructurales en el agro y la industria, además de la sorpresiva desaceleración temprana del sector minero-energético, afectado por la revolución *shale-gas-oil* y los serios problemas de orden público local (ver *Informe Semanal* No. 1165 de abril de 2013).

¿Qué ha llevado entonces a las calificadoras a mejorar nuestras perspectivas crediticias? El grueso de ellas destacan como "fortalezas" de Colombia: i) una supuesta aceleración del crecimiento hacia el mediano plazo; y ii) el mejor panorama fiscal, incluyendo las reformas "estructurales" de 2011 (Regalías, Sostenibilidad y Regla Fiscal).

A este respecto Anif ha presentado dos reparos al superficial análisis de las perspectivas de mediano plazo. En primer lugar, hemos señalado que el fin anticipado del auge minero-energético de Colombia nos estará restando cerca de 0.5% en las perspectivas de crecimiento anual de mediano plazo, como legado de una enfermedad holandesa que dejó maltrechos el agro y la industria. En segundo lugar, hemos mencionado que la visión de las calificadoras es bastante "miope", en tanto lo que ellas evalúan es la Probabilidad de Incumplimiento (PDI) en el pago de la deuda de Colombia y no necesariamente la fortaleza de su desarrollo socio-económico e institucional. Esto implica, por ejemplo, que si el gobierno

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

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

restringe sus gastos prioritarios en infraestructura, esto reduce el PDI y eventualmente subirá nuestra calificación, pero poco-nada dicen dichas calificadoras sobre el sacrificio dinámico en términos de menor crecimiento y desarrollo.

Si bien el déficit fiscal del gobierno central de Colombia se ha reducido del 3.9% del PIB en 2010 al 2.3% actualmente, los rezagos en infraestructura y la creciente presión de los pagos operativos ya empiezan a marcarse en el presupuesto del 2014. Por esta razón es que el gobierno ha tenido que revivir, a regañadientes, la idea de cambiar activos energéticos (el 58% restante de Isagen) por activos con mayor productividad, como la dotación de vías que nos permitan competir con los TLCs (ver *Informe Semanal* No. 1182 de agosto de 2013). Es claro que durante el 2014 el gobierno de turno tendrá que impulsar otra reforma tributaria, buscando taponar la caída de cerca del 1% del PIB en el recaudo por cuenta del desmonte parcial del 4X1.000 y por el fin del “impo-patrimonio”; y, además, deberá buscar un incremento de otro 1% del PIB en recaudo para enfrentar sus crecientes gastos en seguridad social. Es entonces evidente que incluso la supuesta fortaleza fiscal queda en entredicho, pues Colombia tan sólo recauda el 14.3% del PIB frente a la media de 17% del PIB de América Latina.

Es probable que las metas puntuales de la Regla Fiscal (2.3% del PIB en 2014 y 1.9% del PIB hacia el 2018) se logren cumplir, pero ello implicará más sacrificios en materia de inversión pública y, por lo tanto, menor crecimiento potencial. El Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2013 confirma esos temores, pues allí la inversión pública pasaría del 2.9% del PIB en 2012-13 al 2.2% del PIB en 2020. Incluso, bajo un escenario menos optimista, Colombia podría presentar faltantes de 0.3% del PIB para lograr cumplir dicha regla fiscal, en ausencia de “reglas de oro” que habiliten mayores gastos en infraestructura (ver *Informe Semanal* No. 1180 de julio de 2013).

En síntesis, las mejoras recientes en la calificación crediticia de Colombia no han sido un resultado de mayores ingresos estructurales, sino de “astringencia fiscal” que sacrifica la dotación de infraestructura pública. En el corto plazo, los recursos provenientes de la venta de Isagen (\$4.5 billones) ayudarán a acelerar la infraestructura, lo cual debería pronto complementarse con una enajenación de otro 10% de Ecopetrol. No obstante, hacia el mediano plazo no existe alternativa diferente a la de “pagar por el desarrollo” a través de incrementar el recaudo fiscal en no menos de 2% del PIB. De esta manera Colombia podría acelerar su crecimiento de mediano plazo y lograr mayores ganancias en productividad multifactorial, tema que poco miran las calificadoras de riesgo en medio de su “miopía-PDI”.

Calificación crediticia de la deuda pública colombiana 2010-2013 (nomenclatura S&P)												
	2010			2011			2012			2013		
	Mes	Calificación	Perspectiva	Mes	Calificación	Perspectiva	Mes	Calificación	Perspectiva	Mes	Calificación	Perspectiva
S&P	Jul	BB+	Positiva	Mar	BBB-	Estable	Ago	BBB-	Positiva	Abr	BBB	Estable
Moody's	Sep	BB+	Positiva	May	BBB-	Estable	-	BBB-	Estable	Jul	BBB-	Positiva
Fitch	Oct	BB+	Positiva	Jun	BBB-	Estable	-	BBB-	Estable	Mar	BBB-	Positiva
Grado Especulativo				Grado de Inversión								

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