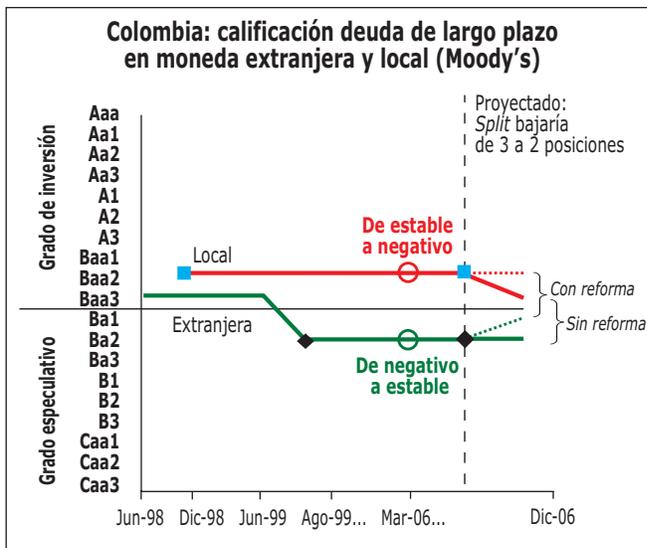


El *split* entre deuda externa-local y la dirección de los TES

Anif había comentado (en su Semanal No. 819 de febrero 20 de 2006) que algunas calificadoras de riesgo se encontraban en una posición incómoda, pues presentaban un *split* amplio entre la calificación que asignaban a la deuda soberana en moneda local (manteniéndola en grado de inversión) respecto a aquella en moneda extranjera (que permanecía en riesgo especulativo).

La calificadora de riesgo Moody's tenía la posición más "esperanzada" en materia de calificación de nuestra deuda soberana. El pronunciamiento de Moody's, el día 9 de marzo de 2006, buscó entonces preparar el terreno para eventualmente cerrar dicha disparidad (tan amplia) hacia el futuro. En ese momento le comunicó al mercado que había decidido colocar en "estable" las perspectivas de la deuda externa colombiana, pero al mismo tiempo decidió poner en "negativo" las perspectivas de la deuda interna (asociada con los TES). Con ello señaló la posibilidad de una mejoría en la calificación de la deuda externa, al tiempo que dejaba abierta la compuerta para castigar la deuda de los TES, si es que el gobierno no aceleraba el paso hacia la adopción de correctivos fiscales de tipo estructural.



Fuente: Bloomberg y cálculos Anif.

Moody's consideró que había ocurrido una mejoría en las finanzas externas del país (2002-2005), incluyendo un descenso considerable en la relación deuda externa / PIB y en la relación deuda externa / ingresos de la cuenta corriente de la balanza de pagos. También aplaudió los esfuerzos del gobierno por reducir la deuda en moneda extranjera, sustituyéndola por interna. Sin embargo, en el frente de la deuda interna, Moody's explicó que esta venía asociada a unos faltantes de tipo estructural y percibió mayor vulnerabilidad que en el pasado. El *split* entre estas dos calificaciones es indudablemente elevado, pues asciende a tres posiciones en la tabla (ver gráfico adjunto).

En síntesis, existen dos formas de cerrar dicho *split* hacia el futuro: 1) A través de un *círculo virtuoso* bajo el cual el gobierno adoptaría reformas estructurales y ello conduciría a elevar la calificación sobre la deuda externa y mantener, al mismo tiempo, la calificación actual de los TES (que, como ya dijimos, goza de "riesgo de inversión"); o 2) A través de un *círculo vicioso* de inacción en el frente fiscal, lo cual conduciría a no lograr una mejoría de la deuda externa y, en cambio, sí una reducción de la calificación asociada a los TES.

Los mercados locales e internacionales son conscientes de estos riesgos hacia el futuro y se encuentran en la delicada tarea de "buscarle dirección" al mercado de TES. Es evidente que el resultado de las Elecciones Parlamentarias del pasado 12 de marzo de 2006 jugará a favor de la gobernabilidad de Colombia y seguramente le estará dando un impulso a las soluciones fiscales de fondo para el periodo 2006-2010.

* Con la colaboración de Juliana Salazar.