

PERÚ: GRADO DE INVERSIÓN, UN RETO DE CORTO PLAZO

Gladys Choy
Subgerente de Economía Internacional
BCRP
Diciembre 2006

PERU: GRADO DE INVERSIÓN, UN RETO DE CORTO PLAZO ¹

INTRODUCCIÓN

Recientemente, el 20 de noviembre del presente año, la agencia calificadora Standard & Poor's (S&P) mejoró la calificación de riesgo (*rating*) de la deuda soberana peruana de largo plazo en moneda extranjera de BB a BB+, un nivel debajo del grado de inversión, modificación que también ha sido efectuada por la agencia calificadora Fitch en agosto pasado. Por su parte, Moody's otorga la calificación de Ba3 (3 niveles debajo del grado de inversión) y recientemente (7 de noviembre) ha cambiado la perspectiva del *rating* soberano de estable a positivo.

El presente trabajo intenta entender los criterios que están detrás de las calificaciones, así como evaluar los factores que limitan la consecución, en el corto plazo, de la calificación de grado de inversión para el Perú. Para ello, se analizará, sobre una base comparativa, los principales indicadores macroeconómicos de Perú con países con similar riesgo y aquellos con grado de inversión. Asimismo, se analizará la evaluación cualitativa que dichas agencias efectúan sobre las principales fortalezas y vulnerabilidades del país.

ENTENDIENDO EL RATING

A continuación desarrollaremos definiciones y conceptos básicos que están detrás de las calificaciones e intentaremos dar un primer resultado global del análisis de las calificaciones de las tres agencias.

Definición de la calificación o *rating*

En términos generales el *rating* o calificación de riesgo es la opinión actual de las agencias sobre el riesgo de un emisor de deuda respecto al cumplimiento de una determinada obligación o programa financiero. En particular, la calificación de riesgo o *rating* soberano es la opinión sobre la habilidad y la disposición de un gobierno soberano de pagar puntualmente todas sus obligaciones financieras; es decir, es una estimación de la probabilidad futura de que un gobierno caiga en cesación de pagos (*default*).

Esta relación entre la calificación de un país está muy relacionada a su historial de cese de pagos o *default*.

Es importante señalar que el *rating* soberano se refiere sólo a la capacidad de un gobierno central de honrar sus deudas con el sector privado. Los *ratings* son entonces una estimación de riesgo soberano pero no referido a la deuda bilateral (con otros gobiernos como el Club de París) ni a la contraída con organismos multilaterales (como del FMI, BID o BIRF), ni a la contraída por gobiernos subnacionales o empresas estatales. Sin embargo en muchos procesos de *default*, las dificultades de pago pueden alcanzar a todas las fuentes acreedoras y entidades emisoras.

Asimismo, es importante indicar que se confunde muy frecuentemente los conceptos de riesgo soberano y de riesgo país, los que aunque están muy relacionados, son diferentes. El riesgo país, es un concepto más amplio, ya que evalúa además los

¹ Elaborado por Gladys Choy, Subgerente de Economía Internacional .

riesgos regulatorios o cambiarios, aspectos legales o jurídicos que pueden afectar las operaciones y la voluntad de pago del sector privado (por ejemplo limitaciones a la convertibilidad y a las transferencias al exterior por control de capitales).

Como una regla general el *rating* soberano normalmente ha venido representando un techo para otros deudores. Sin embargo, en tanto la calificación soberana se refiere solamente a un gobierno central y no a otros emisores dentro de un país, en la actualidad no existe impedimento alguno para que los segundos tengan mejor *rating* que el gobierno central.²

Cabe mencionar que aunque existen calificaciones de la deuda de corto y largo plazo, en moneda nacional y extranjera, el riesgo soberano generalmente está asociado al riesgo de largo plazo en moneda extranjera.

Los *rating* se basan en el análisis de información cuantitativa y cualitativa. Así las agencias toman en cuenta indicadores macroeconómicos e información económica y financiera corrientes de un país o de un emisor en particular, la que proviene tanto de fuentes gubernamentales como privadas, internas y externas. Asimismo, las agencias consideran aspectos cualitativos, donde además de las opiniones del emisor, se toman en cuenta opiniones de expertos, las que en conjunto son evaluadas por sus propios comités internos. Esta evaluación cualitativa es sumamente importante para las agencias, en tanto el entorno político y los desarrollos de política afectan la percepción que tengan de la capacidad de pago futura.

Cabe mencionar que dentro de una agencia, y menos entre ellas, no existe una fórmula única ni una ponderación exacta de todos los factores que intervienen en la evaluación; éstos pueden variar por emisor y a través del tiempo e intervienen tanto los riesgos económicos cuantitativos y cualitativos y los riesgos políticos. Estos riesgos están relacionados ya que, por ejemplo, un gobierno que tiene voluntad de pago (riesgo político), normalmente buscará ejecutar políticas económicas adecuadas que le permitan mejorar su capacidad de pago (riesgo económico).

Categorías del rating

Como se ha mencionado, existen calificaciones de riesgo según la maduración de la deuda (de corto y largo plazo), según la moneda (para la deuda en moneda local y moneda extranjera) y para emisores privados o soberanos (gobierno). En este informe nos ocuparemos sólo de la calificación de la deuda del gobierno en moneda extranjera a largo plazo, que como se señaló es la que comúnmente se denomina *rating* soberano.

Cada agencia tiene su propia taxonomía para establecer sus categorías, de modo que una comparación válida no es fácil de efectuar. En general el *rating* representa variaciones de una escala de letras (A, B, C, D). El orden representa un ranking de riesgo de pago o pérdida esperada para el tenedor de un instrumento de deuda, sin que ello exprese qué deudor dejará de pagar en el futuro; el *rating* más bajo representa la más alta probabilidad de *default* y viceversa.

² Recientemente, el 13 de octubre, el Banco de Crédito acaba de obtener grado de inversión para sus emisiones en moneda extranjera y local de largo plazo, según la calificación de Fitch, por encima del riesgo soberano.

Dependiendo de la agencia, la calificación puede incorporar alguna expectativa de recuperación del principal. Los *ratings* de Moody's tienen indicadores de pérdida esperada. Fitch evalúa sólo la probabilidad de una cesación de pagos antes de que ocurra, mientras que S&P busca simplemente reflejar la probabilidad de *default* sin referirse a su magnitud, términos de una posible renegociación o la magnitud de una eventual recuperación del principal.³

En términos generales se definen dos grandes categorías: grado de inversión y grado de especulación. Cada categoría a su vez está dividida en subcategorías y niveles (*notch*) según la naturaleza del instrumento de deuda calificado. Para diferenciar estas categorías Moody's utiliza números (1, 2 y 3) mientras que S&P y Fitch tienen un ranking basado en símbolos (+;-)

Un método frecuentemente utilizado para establecer alguna comparación más o menos válida es efectuar una transposición lineal convirtiendo las letras y símbolos en una escala numérica. Sobre esta base, para el riesgo soberano hemos podido establecer 22 niveles o posiciones de calificación, tal como se puede apreciar en el siguiente cuadro.

Cuadro 1			
Categorías de Rating de deuda a largo plazo			
RIESGO DE CRÉDITO	Moody's	S&P y Fitch	Posición
Grado de Inversión			
Riesgo mínimo de crédito o capacidad de pago extremadamente fuerte	Aaa,	AAA	1
Muy bajo riesgo de crédito o muy fuerte capacidad de pago	Aa1; Aa2;Aa3	AA+;AA; AA-	2-4
Bajo riesgo de crédito o fuerte capacidad de pago	A1; A2; A3	A+;A;A-	5-7
Moderado riesgo de crédito o adecuada capacidad de pago	Baa1;Baa2;Baa3	BBB+;BBB;BBB-	8-10
Grado especulativo			
Sustancial riesgo de crédito; está expuesto a factores adversos que pueden llevarlo a una inadecuada capacidad de pago	Ba1 ;Ba2; Ba3	BB+; BB; BB-	11-13
Alto riesgo de crédito; está expuesto a factores adversos que lo llevarán a un deterioro de su capacidad de pago	B1; B2; B3	B+; B; B-	14-16
Muy alto riesgo crediticio; es actualmente vulnerable y depende de un entorno favorable para cumplir sus compromisos	Caa1;Caa2;Caa3	CCC+;CCC;CCC-	17-19
Cese de pagos inminente; es altamente vulnerable	Ca	CC-C	20-21
Cese de pagos	C	D	22

Fuente: Moody's, S&P y Fitch

³ Macroeconomics and Sovereign Risk Ratings. Canuto, Otaviano; Fonseca P. dos Santos Pablo; de Sá Porto Pablo, Washington, January 2004

Adicionalmente a la calificación misma de un instrumento de deuda, existe lo que se conoce como perspectiva (*outlook*) del *rating*, la que evalúa la potencial dirección que tiene la calificación en un periodo de tiempo intermedio (que puede durar generalmente entre 1 a 3 años); es decir, en el mediano plazo. El *outlook* se clasifica comúnmente en positivo (el *rating* puede subir); estable (el *rating* probablemente no se moverá); negativo (el *rating* puede bajar) o en desarrollo (no es común e implica que la perspectiva está sujeta a la ocurrencia de algún evento específico).

Cuando existe la posibilidad de que se dé un cambio en el corto plazo en el *rating* de un emisor soberano, las calificadoras utilizan unas listas (*Watchlist* - Moody's; *Rating Alert*-Fitch y *Credit Watch* - S&P) indicando la posible dirección que el *rating* puede tomar en los próximos 90 días (hacia arriba –positiva-, hacia abajo –negativa- o indefinida). Estas listas son diferentes a la perspectiva de la calificación aunque generalmente van en el mismo sentido.

Cabe reiterar que en la calificación de la deuda a largo plazo, se distingue el *rating* a la deuda en moneda local y en moneda extranjera. A pesar que el mismo ambiente y riesgo político esté afectando la habilidad de servir la deuda en ambas monedas; sin embargo, factores específicos pueden afectar más a una que a otra. Por ejemplo, el riesgo de la deuda en moneda local puede estar más relacionada a los sistemas tributarios y a la política monetaria, mientras que el de la moneda extranjera puede tener más relación con los términos de intercambio. S&P indica por ejemplo, que su análisis de riesgo para la moneda local se centra particularmente en la política fiscal y monetaria, planes de privatización, reformas microeconómicas, entre otros, mientras que para la moneda extranjera tiene un mayor peso el impacto de dichos factores sobre la balanza de pagos, la liquidez externa y sobre la magnitud, características y peso de la deuda externa.

Como ya se mencionó, el riesgo soberano está mayormente asociado a la calificación de la deuda en moneda extranjera a largo plazo.

Importancia del rating

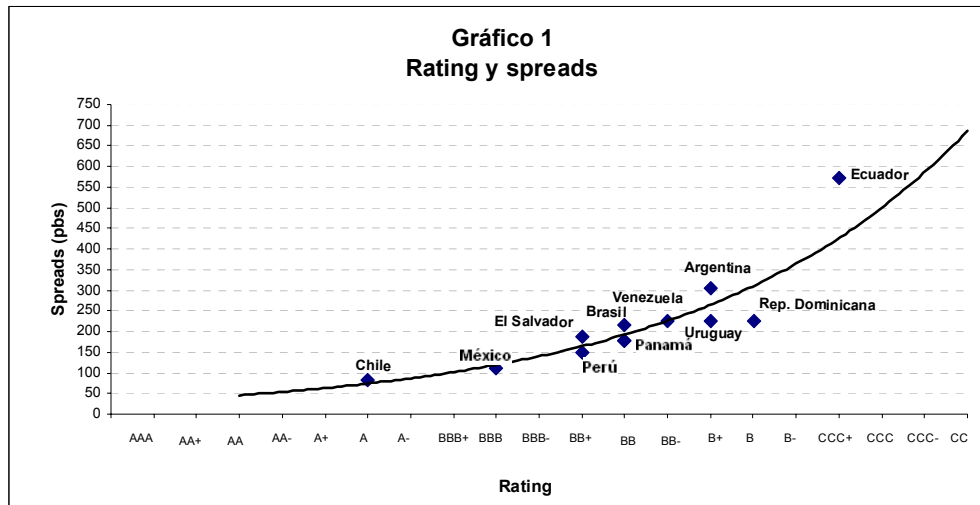
Las transacciones financieras intrínsecamente se desarrollan en un contexto en que existe información asimétrica entre inversionistas y deudores. Estos requieren estar más familiarizados con su propia capacidad y voluntad de pago que sus acreedores, mientras que para los acreedores la asimetría tiene un efecto sobre la prima desde el punto de vista del riesgo de crédito que forma parte de toda operación de crédito. Así, las agencias de calificación juegan un rol importante en la reducción del peso negativo que tiene consigo la información asimétrica, a través de la valoración y procesamiento de la información antes de una operación.

En este sentido, la calificación o *rating* de un instrumento de deuda es requerido por el mercado ya que le ayuda a cotizar el riesgo crediticio de un instrumento de renta fija que puede comprar o vender. Los *ratings* también son usados para definir límites sobre los parámetros de los portafolios de inversión, particularmente en los casos en que los inversionistas no efectúan sus propias evaluaciones.

Tal como señalamos, el *rating* soberano y el riesgo soberano son conceptos diferentes pero muy relacionados. En tanto las calificaciones de deuda indican una percepción de riesgo del mercado, éstas guardan estrecha relación con los *spreads* de los bonos soberanos.

El *spread* es un indicador del riesgo país o riesgo soberano y miden el diferencial de tasas entre un bono del Tesoro de EUA, considerado como un instrumento libre de riesgo, y el de un bono soberano de duración equivalente. Así, el *spread* representa una aproximación del exceso en la tasa de interés sobre un bono del tesoro de EUA que le cobrarán a un país cuando coloque un bono en el mercado de capitales. Este riesgo país normalmente se mide a través del EMBI+ (Emerging Market Bond Index) elaborado por JP Morgan.

Tal como se observa en el gráfico 2, existe una clara correlación entre los *spreads* y la calificación de riesgo país; a más baja calificación, mayor *spread*.



Esta relación aunque es muy significativa, no es perfecta. Puede haber discrepancias entre la valoración del riesgo de mercado producido por las agencias y aquella que es derivada del precio de los activos que se traducen en el *spread*, ya que éstos están sujetos a factores de presiones de oferta y demanda, los que a su vez están influenciados por un amplio rango de elementos que pueden ir más allá de los simples factores relacionados con la percepción de riesgo y que le pueden dar amplia volatilidad al riesgo soberano. Así por ejemplo, en octubre, el *spread* de Perú que está en grado especulativo, no tiene una diferencia significativa con el *spread* de México que está calificado como grado de inversión (145 pbs vs 115 pbs) y tiene un *spread* menor que Panamá (160 pbs) que está calificado igual que Perú según Fitch y dos niveles por encima según Moody's y uno por debajo según S&P.

A pesar de discrepancias puntuales, no se puede negar que ambos conceptos están íntimamente relacionados y que los gobiernos con grado especulativo tienen que pagar mayores intereses para obtener financiamiento en el mercado internacional, que aquellos que son grado de inversión. Ello tiene repercusiones directas en el financiamiento, ya que tanto el *spread* como la calificación soberana son elementos centrales en la determinación del costo financiero.

En este sentido, se podría decir que para los emisores de deuda, tales como los gobiernos, el *rating* soberano ayuda a determinar su acceso a los mercados de capital a través de la cantidad (por los límites que los agentes tienen en sus portafolios), mientras que la calidad viene dada más directamente por el riesgo soberano (*spread* en la tasa de interés que pagan los gobiernos), aunque ambos conceptos están vinculados.

Por ello es tan importante el logro de un grado de inversión en la calificación de deuda soberana de un gobierno, ya que ello le permite mejorar sustancialmente las condiciones de financiamiento tanto para el sector público, cuanto para el sector privado (en tanto el gobierno se constituye normalmente en una referencia de las tasas de interés para el sector privado). Dicho mayor y mejor financiamiento favorecería el desarrollo del mercado de capitales local, de nuevos proyectos de inversión y de la actividad económica en general.

Cabe señalar sin embargo que las agencias calificadoras no están exentas de críticas como las ocurridas durante la crisis asiática, en que muchos países que estaban calificados como grado de inversión (Tailandia, Korea, etc.) entraron en serios problemas de pago. Las agencias se defendieron señalando que el *rating* no pretende predecir cuándo un deudor va entrar en *default* o si un país enfrentará una crisis de balanza de pagos, sólo indica que aquellos países con grado de inversión son menos susceptibles a enfrentar crisis o saben y pueden manejarlas mejor que aquellos países con grado especulativo.

Posiciones relativas de los países

Como se puede apreciar en el cuadro 2, de los países de América Latina, sólo México, Chile, Trinidad y Tobago, Barbados y Bahamas poseen grado de inversión según distintas agencias. Perú se encuentra en la primera gran categoría (Ba; BB) del grado especulativo (sustancial riesgo de crédito) aunque ubicado en dos distintos niveles.

En este gran bloque también se encuentran Brasil, Colombia, Guatemala, Costa Rica, Panamá y El Salvador (grado de inversión según Moody's), entre los latinoamericanos más destacados y otros países emergentes importantes como Turquía, Indonesia, Egipto y Vietnam.

Al cierre de noviembre, Moody's ha calificado a 105 países, S&P a 107 y Fitch a 93. Si se comparan las posiciones relativas de la calificación de todos los países en común que han sido calificados sólo 31 países tienen la misma calificación en las tres agencias, de éstos 25 pertenecen a la categoría de grado de inversión y sólo 6 a la categoría de especulativo.

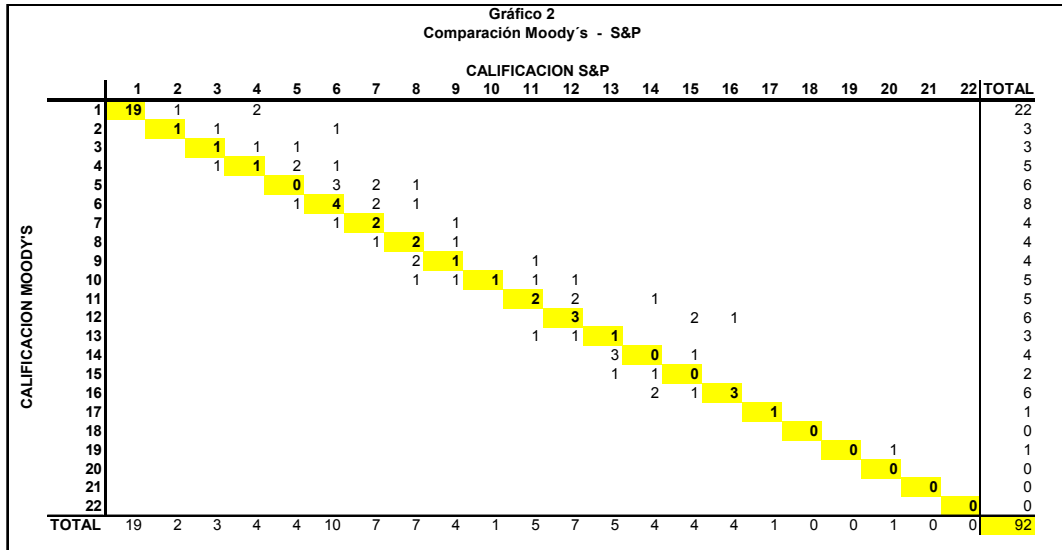
Cuadro 2: Comparación de Ratings a Noviembre de 2006														
Grado de Inversión														
Moody's				S&P				FITCH						
	America	Europa	Asia y Oceanía	Medio Este y África		America	Europa	Asia y Oceanía	Medio Este y África		America	Europa	Asia y Oceanía	Medio Este y África
Aaa	Canadá (+) Estados Unidos Islas Caimán (+)	Alemania Austria Dinamarca España (+) Finlandia Francia Irlanda Luxemburgo Reino Unido Noruega (+) Suecia (+) Suiza Isla de Man Liechtenstein Holanda Islandia	Australia Japón (+) Nueva Zelanda Singapur (+)		AAA	Canadá (+) Estados Unidos	Alemania Austria Dinamarca España (+) Finlandia Francia Irlanda Luxemburgo Reino Unido Noruega Suecia (+) Suiza Liechtenstein Holanda Isla de Man	Australia Singapur (+)		AAA	Canadá (+) Estados Unidos	Alemania Austria Dinamarca España (+) Finlandia Francia Irlanda (+) Luxemburgo Reino Unido Noruega Suecia (+) Suiza Holanda	Singapur (+)	
Aa1	Bermudas	Bélgica Malta (+)	Macao (+)		AA+		Bélgica	Nueva Zelanda		AA+	Bermudas (+)	Bélgica (+)	Australia Nueva Zelanda	
Aa2		Italia Portugal (+) Eslovenia (+)		EAU	AA	Bermudas	Eslovenia Andorra (+)	Hong Kong		AA		Eslovenia Portugal (+)		Japón (+)
Aa3			Taiwán Hong Kong (+)	Botswana Kuwait (+) Qatar	AA-		Portugal (-) Islandia (-)	Japón (-) Taiwán (-)		AA-		Islandia (-) Italia	Hong Kong (+)	Kuwait
A1		Rep. Checa (+) Grecia (+) Hungria (-) Estonia (+) Eslovaquia		Omán (+)	A-		Italia		Kuwait Arabia Saudita Qatar	A+		Chipre	Taiwán Corea del S.	Arabia Saudita
A2	Chile (+)	Chipre Polonia (+) Letonia (+) Lituania	China (+)	Israel (+) Bahrein (+) Arab.Saudita (+)	A	Chile (+)	Chipre (-) Grecia (-) Malta (-) Estonia (+) Eslovaquia Lituania	Corea del S. China (+)	Botswana Bahrein	A	Chile (+)	Rep. Checa Grecia (-) Eslovaquia Estonia (+) Lituania	China (+)	Bahrein (+)
A3	Bahamas		Malasia Corea del S. (+)	Túnez (+)	A-	Bahamas T. y Tobago (+)	Rep. Checa (+) Letonia (+)	Malasia	Israel (+)	A-		Letonia (+)	Malasia	Israel (+)
Baa1	México (+) T. y Tobago (+)		Tailandia (+)	Sudáfrica (+) Mauricio (+)	BBB+	Barbados (-)	Polonia (+) Hungria (-) Rusia (+) Bulgaria (+)	Tailandia	Sudáfrica (+)	BBB+		Polonia (+) Hungria (-) Rusia (+)	Tailandia	Sudáfrica (+)
Baa2	Barbados (+)	Rusia (+)	India (+) Kajastán	Azerbaiján	BBB	México (+)	Croacia	Kazajstán	Túnez (+)	BBB	Aruba México (+)	Bulgaria (+) Rumania	Kajastán	Túnez (+)
Baa3	El Salvador (+)	Croacia Bulgaria Rumania Armenia		Jordania (+)	BBB-		Rumania			BBB-		Croacia	India (+)	Namibia

Grado Especulativo														
Moody's				S&P				FITCH						
	America	Europa	Asia y Oceanía	Medio Este y África		America	Europa	Asia y Oceanía	Medio Este y África		America	Europa	Asia y Oceanía	Medio Este y África
Ba1	Costa Rica Panamá		Fiji	Egipto Marruecos	BB+	El Salvador (+) Perú (+)	Macedonia (+)	India (+)	Egipto Marruecos (+)	BB+	Panamá (+) El Salvador Guatemala Peru	Macedonia		Egipto
Ba2	Colombia (-) Guatemala (+) Brasil (+) Surinam (+)		P. N. Guinea (+) Mongolia (+)		BB	Colombia (-) Costa Rica Panamá (-) Brasil (+) Guatemala		Vietnam (+)	Jordania (+)	BB	Colombia (-) Costa Rica Brasil (+)		Filipinas	Azerbaiján (+)
Ba3	Honduras (+) Perú (+)	Turquia (+)	Vietnam (+)		BB-	Venezuela (+)	Turquia (+) Serbia (+) Ucrania	Filipinas Indonesia Islas Cook (+)	Nigeria	BB-	Venezuela	Serbia Ucrania (+) Armenia Turquia (+)	Vietnam Sri Lanka Indonesia	Lesoto (+) Nigeria
B1	Jámbica (-)	Ucrania (+)	Turkmenistán (+) Filipinas Indonesia		B-	Uruguay Argentina (+)	Georgia	Pakistán (+) Fiji	Ghana Senegal	B+	Uruguay (+)		Mongolia	Ghana Irán (-)
B2	Venezuela	Bosnia & H. (+)	Pakistán (+)		B	Jamaica (-) R.Dominic. (+)		Mongolia P. N. Guinea (-)	Burkina Faso Mali Mozambique Benin (-)	B	Sunnam R. Dominic. (+) Argentina		P. N. Guinea (-)	Uganda Camerún (+) Mozambique
B3	Argentina Rep. Dominic. Uruguay Bolivia (-) Paraguay (+) Nicaragua (+)			Libano (-)	B-	Bolivia (-) Paraguay (+) Granada (+) Surinam (+)		Libano (-) Camerún (+)		B-	Ecuador (+) Bolivia	Moldavia (+)		Libano (-) Mali
Caa1	Cuba Ecuador (+)	Moldavia (+)			CCC+	Ecuador (+)				CCC+				
Caa2					CCC					CCC				
Caa3	Belice (-)				CCC-					CCC-				
					CC	Belice (-)				CC				
					C					C				
Ca					D					D				

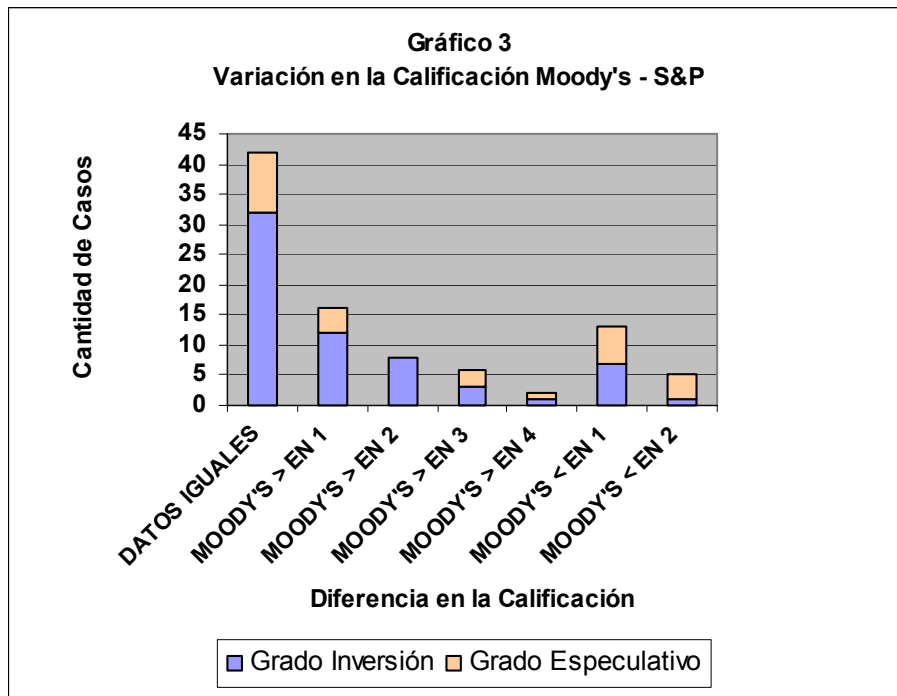
(+) Positive Outlook
 (-) Negative Outlook
 Fuente: Moody's; S&P; Fitch

Considerando los países comunes calificados, en las siguientes tres matrices se ha tratado de comparar las posiciones relativas de los países según las tres calificadoras, para analizar qué tan similares son los ratings de las tres agencias.

El elemento a_{ij} de la matriz nos estarían indicando la cantidad de países a los cuales S&P le asignó la calificación i en tanto que Moody's le asigna la calificación j . En este sentido, los elementos de la diagonal nos indican los países con igual calificación. Los elementos que están por debajo de la diagonal grafican los países que tienen una calificación superior de acuerdo a S&P y los que están por encima indican los países que tienen una calificación superior en Moody's



Otra forma de verlo de manera resumida es en el siguiente gráfico:

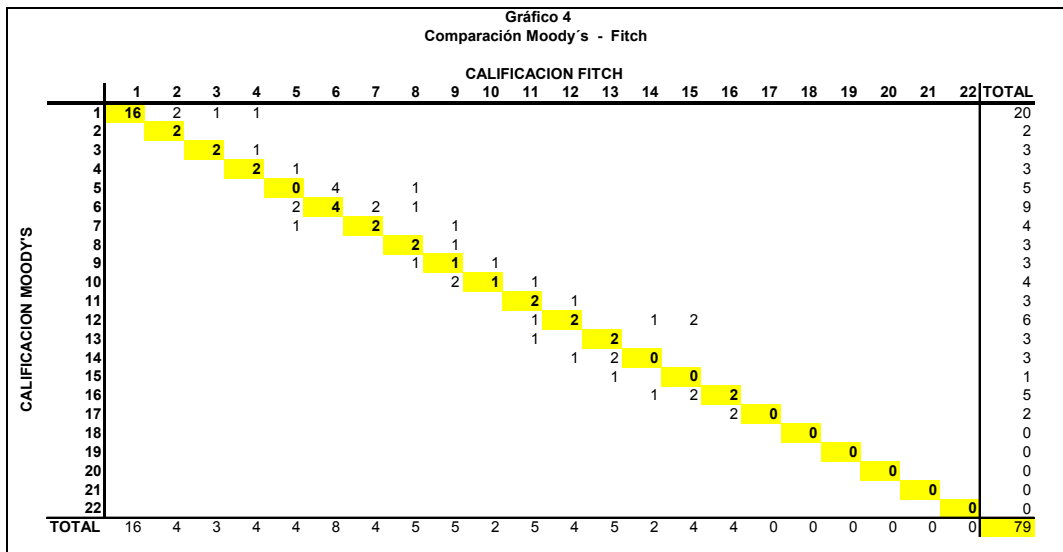


De los 92 países en común que han calificado Moody's y S&P, menos de la mitad, 42 de ellos (46 por ciento) tienen igual calificación. De éstos, 32 pertenecen al grado de inversión (19 corresponden a la categoría AAA) y 10 tienen grado especulativo.

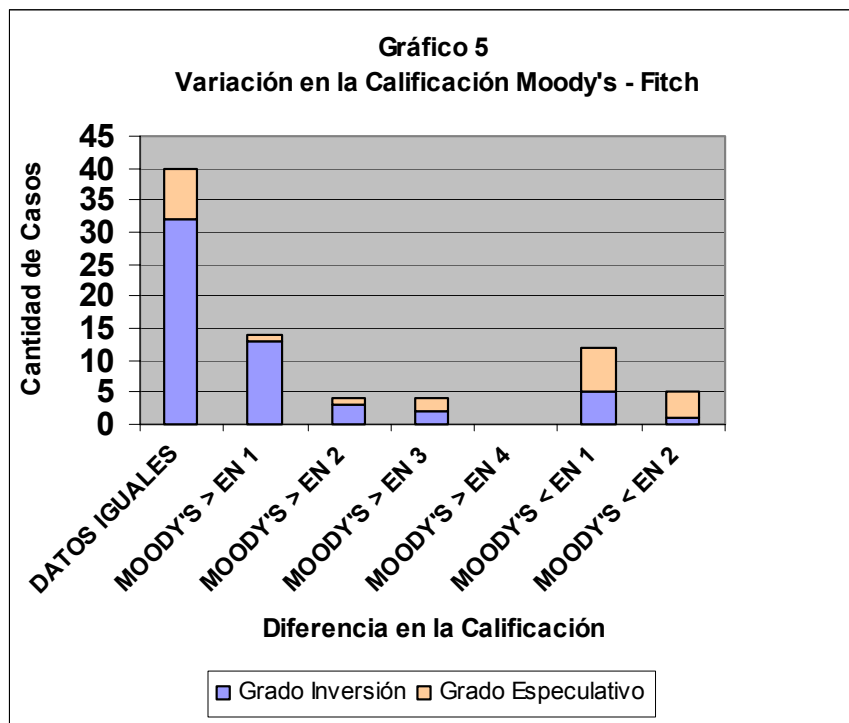
Hay que mencionar que Moody's tiene una calificación mayor que S&P en 32 países: 24 países de grado de inversión (12 países tienen diferencia de un nivel en la calificación, 8 de dos niveles, 3 de tres niveles y 1 de cuatro niveles) y 8 de grado especulativo (4 de un nivel, 3 de tres niveles y 1 de cuatro niveles). S&P tiene una calificación mayor en 18 países: 8 grado de inversión (7 con diferencia de un nivel y 1 con diferencia de dos niveles)) y 10 con grado especulativo (6 con diferencia de un nivel y 4 países con una diferencia de dos niveles).

De esta sola comparación estadística se podría deducir que la mayor coincidencia es respecto a países con grado de inversión. Asimismo, se podría señalar que S&P es más estricto que Moody's en sus calificaciones a países de grado de inversión, mientras que Moody's lo es para los países con grado especulativo (el ratio de calificaciones mayores de Moody's respecto a S&P es igual 3 en grado de inversión y 0.8 en grado especulativo)

Si efectuamos la misma comparación entre Moody's y Fitch tendremos la siguiente matriz:



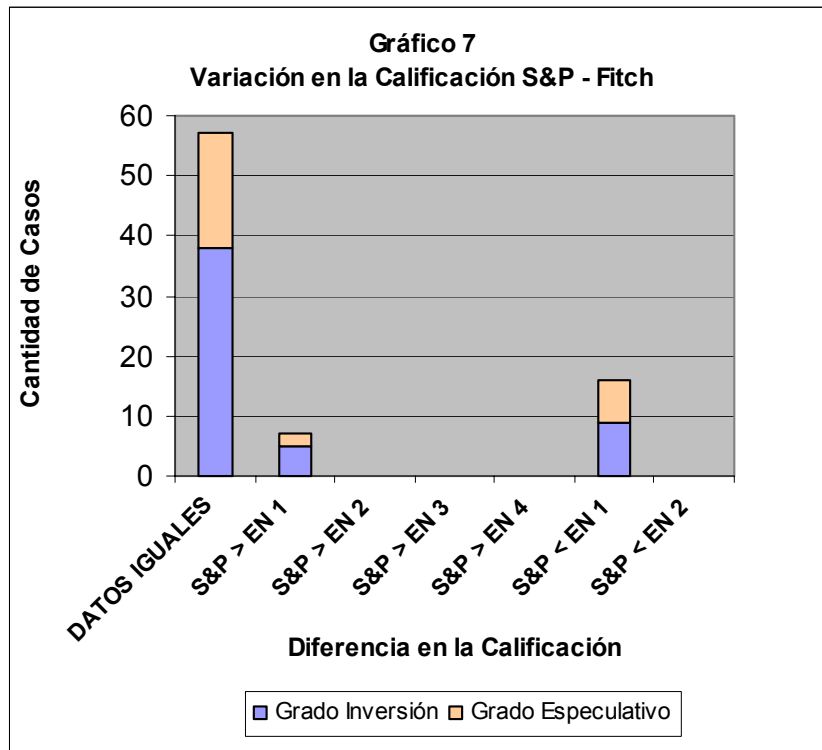
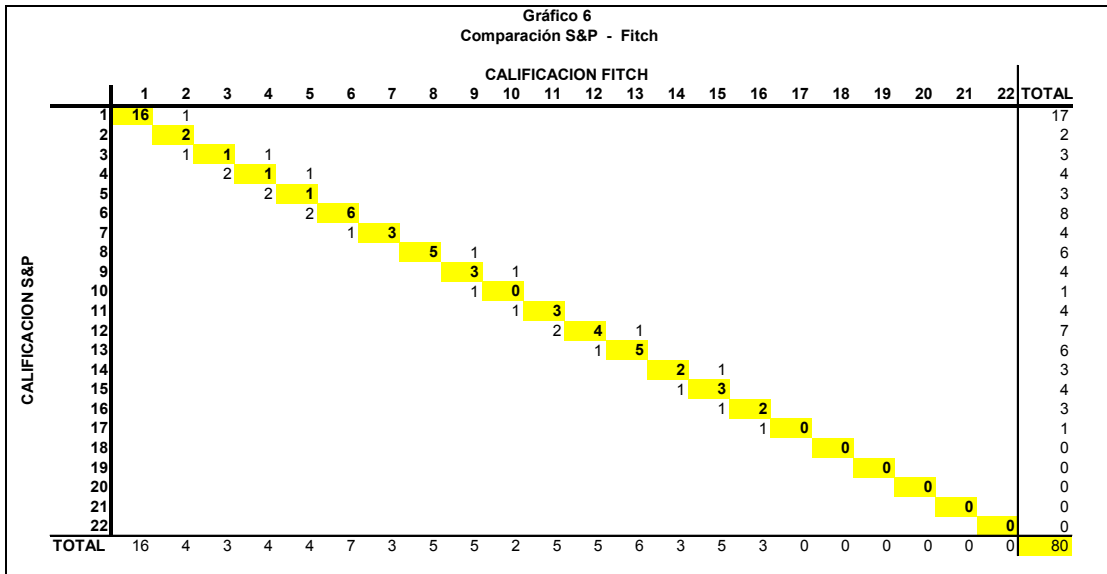
La presentación resumida de dicha matriz se presenta en el gráfico 5:



En este caso, de los 79 países calificados en común, algo más de la mitad, 40, tienen igual calificación. De éstos 40 países, 32 pertenecen al grado de inversión (16 corresponden a la categoría AAA) y 8 tienen grado especulativo. Moody's tiene una calificación mayor que Fitch en 22 países: 18 países de grado de inversión (13 países tienen diferencia de un nivel en la calificación, 3 de dos niveles, 2 de tres niveles) y 4 de grado especulativo (1 de un nivel, 1 de dos niveles y 2 de tres niveles). Fitch tiene una calificación mayor en 17 países: 6 grado de inversión (5 con diferencia de un nivel y uno con diferencia de 2 niveles) y 11 con grado especulativo (7 con diferencia de 1 nivel y 4 países con una diferencia de 2 niveles).

Es decir, se repite un patrón similar. Gran coincidencia respecto a países con grado de inversión; Fitch más estricto que Moody's en sus calificaciones a países de grado de inversión, mientras que Moody's lo es para los países con grado especulativo (el ratio de calificaciones mayores de Moody's respecto a Fitch es 3 en grado de inversión y 0,4 en grado especulativo).

Esta evidencia se ratifica cuando comparamos a S&P con Fitch:



De ambos gráficos se puede observar que estas dos agencias tienen la mayor coincidencia. De los 80 países que califican en común S&P y Fitch, 57 países (70 por ciento) tienen la misma calificación. De estos países, 38 son grado de inversión y 19 tiene grado especulativo. Sus mayores diferencias son sólo de un nivel, siendo S&P ligeramente más estricto con los países con grado especulativo.

EVALUACIÓN ACTUAL DE LA CALIFICACIÓN SOBERANA DE PERÚ

Como se puede observar en el cuadro 3, si bien actualmente el Perú está aún calificado como grado especulativo, tiene *ratings* distintos. Para S&P y Fitch, la calificación de Perú ha mejorado recientemente a un nivel debajo del grado de inversión y para Moody's Perú se halla tres niveles por debajo del grado de inversión. Cabe mencionar que durante la crisis política de 2000-2001, las dos primeras agencias redujeron la calificación de Perú en un nivel, mientras que Moody's cambió la perspectiva a negativa.

En este sentido se podría señalar que luego de dicha crisis política y hasta el reciente "upgrade" de S&P y Fitch, Perú sólo había recuperado la posición previa, la que desde un inicio fue más baja en el caso de Moody's.

Cuadro 3			
Calificación de la deuda en moneda extranjera de largo plazo			
Agencia	Calificación	Desde	Perspectiva(última)
Fitch	BB+	31 agosto 2006	Estable (ago 06)
	BB	18 noviembre 2004	
	BB-	18 abril 2001	
	BB	14 octubre 1999	
S&P	BB+	20 noviembre 2006	Estable (nov 06)
	BB	8 junio 2004	
	BB-	1 noviembre 2000	
	BB	8 diciembre 1997	
Moody's	Ba3	27 marzo 1998	Positiva (oct.06)
	B2	5 febrero 1996	

Para tratar de entender estas diferencias veamos primero cuáles son la fortalezas y debilidades en que se basa el *rating* otorgado al Perú, a criterio de las tres agencias.

Cuadro 4		
Perú : Opinión de las Agencias Calificadoras		
Agencia	Fortalezas	Debilidades
Fitch	Sanas políticas macroeconómicas	Estrecha base exportadora y vulnerabilidad a precios de metales
	Rápido crecimiento de exportaciones y del PBI, así como de los ingresos fiscales	Alto, aunque declinante grado de dolarización
	Alto nivel de RIN	
	Adecuado manejo de pasivos del gobierno (canjes, reperfilamientos, emisión moneda loca)	
S&P	Profundización de estabilidad macroeconómica	Aún instituciones políticas en evolución, en un contexto de fragmentación económica, social y étnica.
	Fuerte compromiso con la estabilidad fiscal	Vulnerabilidad externa, aunque declinando, por las elevadas dolarización y nivel de deuda pública externa
	Mejoramiento de la posición e liquidez internacional, favorecido por el robusto crecimiento de las exportaciones	Limitada flexibilidad fiscal (bajos ingresos respecto al PBI y altas demandas sociales que limitan la flexibilidad del gasto).
Moody's	Manejo fiscal y monetario responsables	Ratios de deuda externa elevados
	Ratios de deuda total debajo de su grupo comparable (Ba)	Elevada proporción de deuda en moneda extranjera
	Crecimiento favorable y perspectivas positivas de exportaciones	Presencia de un sistema bancario altamente dolarizado
	Sólida posición de RIN	

Como se puede apreciar, en términos generales las tres agencias señalan como fortalezas de la economía peruana las sanas políticas macroeconómicas, el elevado nivel de RIN y el impacto de las estrategias de reducción de deuda que el gobierno viene llevando a cabo. En el lado de las debilidades, resaltan la vulnerabilidad frente a un entorno externo desfavorable, el grado de dolarización de la economía y un énfasis un poco mayor por parte de S&P de la fragilidad institucional y limitada flexibilidad fiscal.

Dada esta aparente coincidencia, en qué radica entonces la diferencia de percepción de las agencias, que se grafica en una diferente calificación del *rating* soberano.

Para tratar de entender esta diferencia de la clasificación así como para analizar qué retos enfrenta el Perú para llegar a grado de inversión, analicemos la posición relativa de Perú dentro de los indicadores claves que están detrás de los *ratings*.

Recuadro 1
Algunas comparaciones relativas de fortalezas y debilidades

En este recuadro se puede observar un resumen de las principales fortalezas y debilidades de diversos países, tanto del grado de inversión como del grado especulativo que tienen mejor calificación que Perú. Comparados con Perú, por ejemplo, se tiene a Rumanía una de cuyas debilidades es poca flexibilidad fiscal (similar a Perú, pero con instituciones más sólidas y mejor posición externa y menor dolarización). Por su parte, Egipto, Marruecos, Panamá y Costa Rica (dos niveles por encima de Perú según Moody's) tienen similares restricciones que el Perú relacionadas a la poca flexibilidad fiscal. Marruecos además con dependencia del exportaciones agrícolas, Costa Rica con dolarización (menor a la de Perú, pero con menos RIN/PBI) y Panamá con alto nivel de deuda pública, mayor que Perú. Estos dos últimos países tienen una base exportadora de servicios y buena institucionalidad. Colombia y Brasil por su parte, también tienen altos ratios de deuda externa y pública, respectivamente, con un sector exportador dinámico, pero con una posición externa menos sólida (ver Anexo 1).

En resumen las debilidades y fortalezas entre estos países no son significativamente marcadas, lo que evidencia que las diferencias en la calificación es básicamente una diferente percepción cualitativa, las que se verán con más detalle cuando se analiza las limitantes que se consideran para Perú.

	Fortalezas	Debilidades
Rumania Baa3	Fortalecimiento de instituciones políticas y económicas Membresía a la UE en 2007 Mejora en la liquidez internacional	Freno en reformas estructurales Sector público por reestructurar Poca contribución fiscal a corrección de desequilibrios
Egipto Ba1	Deuda externa manejable Posición geográfica	Crecimiento insuficiente Finanzas públicas
Marruecos Ba1	Demográficos (población joven) Proceso de democratización Proceso de reformas estructurales	PBI dependiente de agro Rigidez fiscal
Panamá Ba1	Favorable perfil de deuda Dinámico sector exportador de servicios Relativa estabilidad macroeconómica	Alto nivel de deuda pública Relativamente inflexible estructura presupuestaria Pobre record de responsabilidad fiscal
Costa Rica Ba1	Base exportadora bien diversificada Bajo ratio de deuda Fortaleza de instituciones	Ausencia de progreso para consolidación fiscal Alto nivel de dolarización financiera
Colombia Ba2	Posición externa manejable (aunque con alta deuda) Reformas domésticas que podrían mejorar ratios fiscales Apoyo financiero de instituciones multilaterales	Reversión de los ratios de deuda Ratio de deuda externa por encima de los Ba Incertidumbre política
Brasil Ba2	Mejora en el perfil de deuda Compromiso con metas fiscales Estructura exportadora diversificada y crecimiento exportador	Alto ratio de deuda Presiones al alza por gasto primario del gobierno

Indicadores claves: Perú en términos relativos

Como cualquier ranking, las calificaciones en buena cuenta están midiendo posiciones relativas entre los países. El análisis que comúnmente efectúan las agencias calificadoras es comparar indicadores claves del país en distintas áreas macroeconómicas, con la de sus pares o promedio de países de una determinada categoría.

Las agencias tienen diferentes grupos de indicadores, los que en términos generales se podrían clasificar en el sector real, el monetario, el fiscal, el externo, el peso de la deuda de manera específica y el riesgo institucional y político.

El análisis de los cinco primeros grupos lo vamos a efectuar tomando como base la mediana de los países de las categorías consideradas en la calificación de Moody's, que como ya señalamos es aparentemente la más estricta en calificar a los países con grado especulativo y por razones prácticas de disponibilidad de datos elaborados con la misma metodología⁴. Se efectuará la comparación de indicadores claves de Perú con el promedio de su gran categoría (Ba;BB) y con la primera categoría de grado de inversión, que es a la que Perú aspiraría en el menor plazo (Baa3). Esta comparación, se centrará en las variables más importantes y se hará teniendo la perspectiva desde 1998-99 cuando Perú ya había sido evaluado por las tres agencias.

El último grupo, que corresponde más a una evaluación cualitativa, lo graficaremos comparando indicadores institucionales de Perú contra un *benchmark* de las categorías Ba-BB y Baa3-BBB-.

Crecimiento y estructura económica

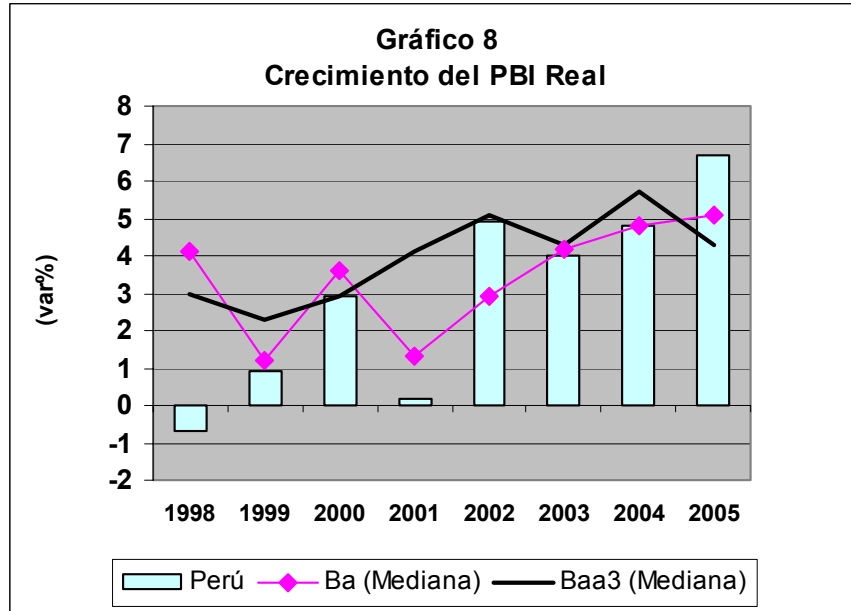
Un primer grupo de indicadores están relacionados al crecimiento económico y tratan de analizar las tasas y el patrón de crecimiento, el PBI per cápita, así como el tamaño y la composición del ahorro y la inversión.

Países con tasas de **crecimiento sostenido** y elevados **PBI per cápita** normalmente tienen una alta correlación con menor riesgo crediticio. Detrás de ello, estaría el concepto que países con mayor nivel de vida y distribución del ingreso más equitativa pueden soportar mejor la carga de la deuda y tienen mayor flexibilidad de adoptar políticas para enfrentar eventuales crisis. Las agencias analizan las tendencias históricas y los fundamentos que pueden estar afectando la inversión y la competitividad.

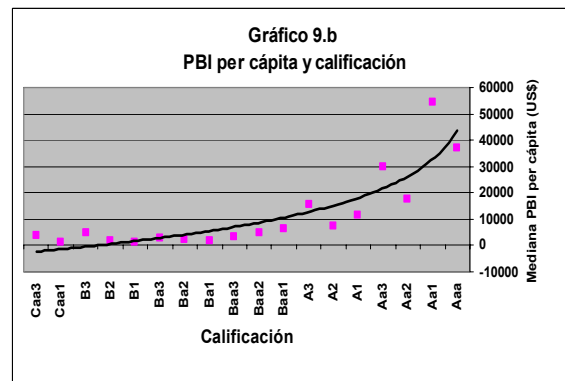
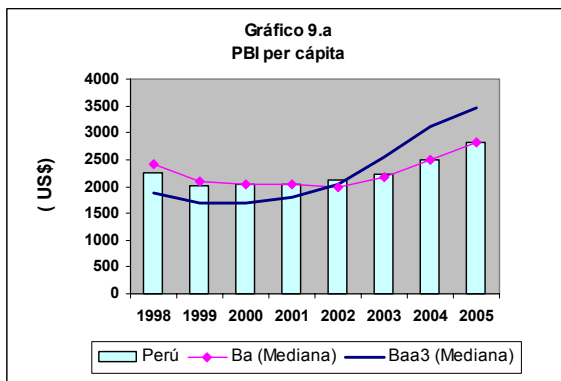
En el siguiente gráfico se puede observar que Perú ha tenido una tendencia favorable en el crecimiento de la economía, particularmente en los últimos años, en que ya acumula 63 meses continuos de tasas positivas. Si bien para todo el periodo la tasa de crecimiento promedio de Perú es 3 por ciento (ligeramente por debajo de su categoría Ba (3,4 por ciento) y del primer nivel de grado de inversión (Baa3 con 3,7 por ciento), la tasa promedio de los últimos 4 años (5,1 por ciento) es mayor tanto respecto a la mediana de sus pares, cuanto de la categoría de inversión (4,3 y 4,9 por ciento, respectivamente). De manera particular, Perú tiene tasas muy superiores a las tasas de crecimiento de Colombia y Brazil (con tasas de 3,9 y 2,5 por ciento,

⁴ Los datos comparativos se han tomado del Statistical Handbook, Country Credit de Moody's ; julio de 2006.

respectivamente) que para Moody's están en la categoría Ba2, un nivel por encima de Perú.



Si este mayor ritmo de crecimiento, lo llevamos a términos de PBI per cápita tenemos que Perú es similar a sus pares y que aún requiere un esfuerzo adicional para el grado de inversión

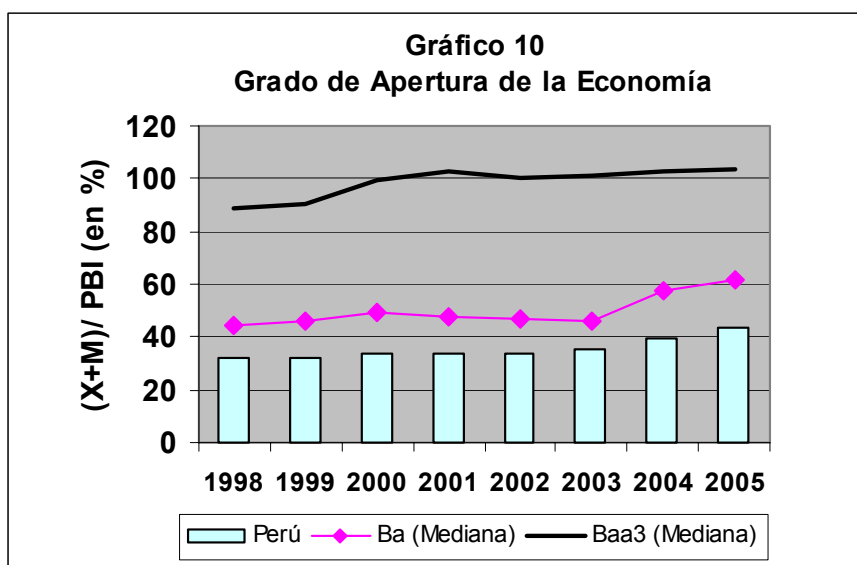


Normalmente países que tienen un PBI per cápita menores a US\$ 5000 son grado especulativo, aunque hay algunas excepciones como China que tiene un PBI per cápita

de US\$ 1650 pero con una performance excepcional en términos de crecimiento y bajos niveles de deuda externa.

El grado de **apertura comercial** y financiera es otro indicador importante de la estructura económica de un país para las agencias calificadoras. Se considera que el costo económico y financiero de *default* para un país es directamente proporcional a su nivel de integración con el resto del mundo, en tanto el grado de apertura refleja cuán intensivamente el sector privado está usando los mercados financieros internacionales para financiar sus inversiones, exportaciones e importaciones.

Además un mayor grado de apertura se asocia con economías más competitivas, más generadoras de divisas y que requieren menores depreciaciones para ajustarse ante eventuales shocks externos. Aunque esta variable tiende a ser también baja en economías grandes como EUA y Brasil, para la evaluación de países de menor desarrollo relativo, es muy tomada en cuenta.



En el caso del Perú, su grado de apertura (exportaciones más importaciones de bienes y servicios/ PBI) es más bajo que el de sus pares y que el de países grado de inversión.

Asociado a lo anterior, **una estrecha base exportadora y vulnerabilidad a precios externos** está considerada como una limitante de Perú para lograr un mejor *rating*.

La estructura de las exportaciones peruanas descansa en productos tradicionales (75 por ciento), mientras que los productos no tradicionales o más relacionados a productos manufacturados alcanza el 25 por ciento del total de exportaciones. Esta estructura, que se ha mantenido prácticamente estable en los últimos 25 años, variando ligeramente en función del ciclo de los precios internacionales, avala aparentemente la posición de las calificadoras de considerar esto un factor negativo a resaltar.

Sin embargo, lo que no se tiene en cuenta es que dentro de las tres cuartas partes de las exportaciones que constituyen los productos tradicionales, existe en la práctica una gran diversidad, no sólo como grandes categorías de productos (pesqueros, agrícolas, mineros) sino al interior de los mismos. Así, se puede indicar que el Perú no sólo

cuenta con cobre, sino que tiene otros productos mineros como el oro, zinc, molibdeno, estaño, plata, plomo y hierro, principalmente; y además tiene otros productos importantes como la harina de pescado y el café.

Así, es importante destacar que en otros países con grado de inversión como Chile, un único producto, el cobre, representa el 45 por ciento de sus exportaciones y en Rusia el petróleo y derivados representa el 48 por ciento de sus exportaciones. Por su parte, los dos principales productos de exportación del Perú (cobre y oro) representan cada uno, menos del 20 por ciento de las exportaciones totales (ver cuadro 6).

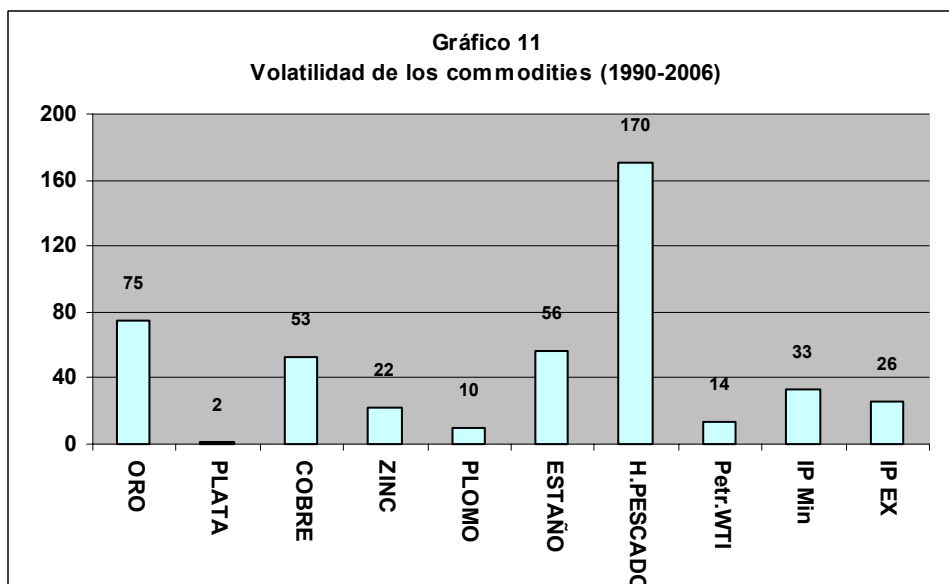
Cuadro 5
Correlaciones de cotizaciones de productos tradicionales 1990 -2006

	ORO	PLATA	COBRE	ZINC	PLOMO	ESTAÑO	H.PESCADO	Petr.WTI
ORO	1,000	0,802	0,907	0,743	0,821	0,700	0,585	0,715
PLATA	0,802	1,000	0,867	0,796	0,791	0,684	0,750	0,803
COBRE	0,907	0,867	1,000	0,904	0,827	0,727	0,676	0,766
ZINC	0,743	0,796	0,904	1,000	0,723	0,596	0,610	0,637
PLOMO	0,821	0,791	0,827	0,723	1,000	0,822	0,575	0,733
ESTAÑO	0,700	0,684	0,727	0,596	0,822	1,000	0,422	0,625
H.PESCADO	0,585	0,750	0,676	0,610	0,575	0,422	1,000	0,669
Petr.WTI	0,715	0,803	0,766	0,637	0,733	0,625	0,669	1,000

Esta mayor “diversificación” de las exportaciones peruanas se puede además graficar en el hecho de que la correlación de precios, calculado para el periodo 1990-2006, es baja en muchos productos tradicionales.

Se puede apreciar que existe una baja correlación entre el petróleo y la harina de pescado (tercer y quinto producto de exportación tradicional) con la mayoría de minerales. Asimismo, incluso dentro de los productos mineros, existen productos con una correlación relativamente menor respecto a otros productos mineros, tales como el estaño, el zinc y el plomo.

Asimismo, si calculamos la volatilidad de los precios, se observa que productos como la plata, el zinc y el plomo contrarrestan las elevadas volatilidades del oro, el cobre y la harina de pescado, de tal manera que el promedio de los precios mineros y de las exportaciones tradicionales totales tienen una volatilidad mucho menor, lo cual indica un menor impacto sobre los ingresos de exportación de la dinámica de los precios individuales de los *commodities*, al que pueden estar expuestos otros países con mayor grado de concentración.



Hay que mencionar sin embargo que frente a este argumento se señala que en los últimos años todos los *commodities* han seguido la misma tendencia al alza y que se esperaría una similar tendencia a la baja. Frente a ello se debe indicar que si bien la correlación de precios de los *commodities* se ha elevado durante el reciente superciclo de precios, este episodio ha sido especial por la conjunción de una serie de factores como la participación de China y sus elevadas tasas de crecimiento, la abundante liquidez internacional, las restricciones de oferta en la mayoría de productos y las tensiones geopolíticas. El consenso del mercado predice, aunque hay que reconocer que con alto grado de incertidumbre, una corrección gradual de los precios en tanto los desequilibrios globales se ajusten ordenadamente y en la medida que los factores de oferta (nuevos proyectos en marcha) vayan otorgando mayor holgura al balance de los mercados. En este contexto, cabe resaltar además por ejemplo, que nuestros dos principales productos de exportación, cobre y oro, tienen diferentes fundamentos de mercado, lo que hace que la proyecciones de precios en el mediano plazo sean incluso en sentido contrario, el cobre afectado por la desaceleración global y el oro favorecido por la mayor debilidad del dólar.

De otro lado, también hay que destacar que el cuarto y sétimo “productos” de exportación corresponden a productos no tradicionales, como son las exportaciones textiles y del sector agropecuario, en los que existe además un amplio potencial en el mediano plazo. Cabe mencionar que los productos no tradicionales han venido creciendo a tasas de casi 20 por ciento anual en los últimos años.

Cuadro 6		
Exportaciones 2005		
	Millones US\$	(%)
1. Cobre	3360	19
2. Oro	3165	18
3. Petróleo	1526	9
4. Textiles	1275	7
5. Molibdeno	1149	7
6. Harina de Pescado	1147	7
7. Agropecuarios	1009	6
8. Zinc	805	5
9. Plomo	491	3
10. Plata	281	2
11. Estaño	270	2
12. Hierro	216	1
Resto	2641	15
Total	17336	100

La proyección de mediano plazo indica que la existencia de aproximadamente US\$ 8-10 mil millones en proyectos de inversión mineros para los próximos 10 años determinará un peso aún elevado de las exportaciones tradicionales. Sin embargo, ello no debe constituir una limitante por la diversidad de productos tradicionales que el Perú tiene, a los que se añadirá los líquidos del Gas de Camisea, y por el dinámico crecimiento que se proyecta para las diversas exportaciones no tradicionales, lo que permitirá una ampliación de la base exportadora.

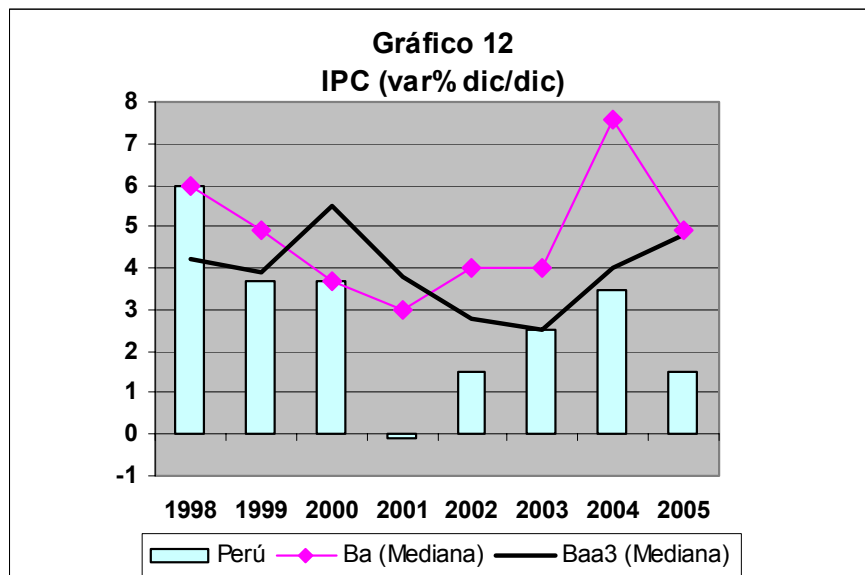
En este sentido, un reto para alcanzar el grado de inversión es continuar con el dinamismo de la economía, a fin de alcanzar un desarrollo sostenido que posibilite fortalecer la estructura económica del país y que permita ampliar una base exportadora que, aunque descansa en productos tradicionales, no está concentrado en pocos productos, y además cuenta con un amplio potencial en las exportaciones no tradicionales, lo que evidentemente reduce la vulnerabilidad del país. En esta ruta, es importante la aprobación de acuerdos de libre comercio que permitan un mayor acceso y diversificación de mercados.

Flexibilidad monetaria

La estabilidad de precios es uno de los indicadores más importantes para medir la estabilidad macroeconómica. Las agencias en este campo evalúan el comportamiento de los precios, la orientación de la política monetaria (así como su efectividad, facilitada por la transparencia y un sector financiero y mercado de capitales desarrollados y adecuadamente supervisados), la independencia de los bancos centrales (que limiten el financiamiento al fisco) y los regímenes cambiarios (que sean compatibles con los objetivos de política monetaria).

Las **tasas de inflación** son consideradas por las agencias calificadoras como uno de los principales indicadores de la consistencia de las políticas monetaria y fiscal y de la estabilidad financiera, política e institucional de un país y en este sentido, tasas bajas (normalmente de 1 dígito) se asocian a países con grado de inversión.

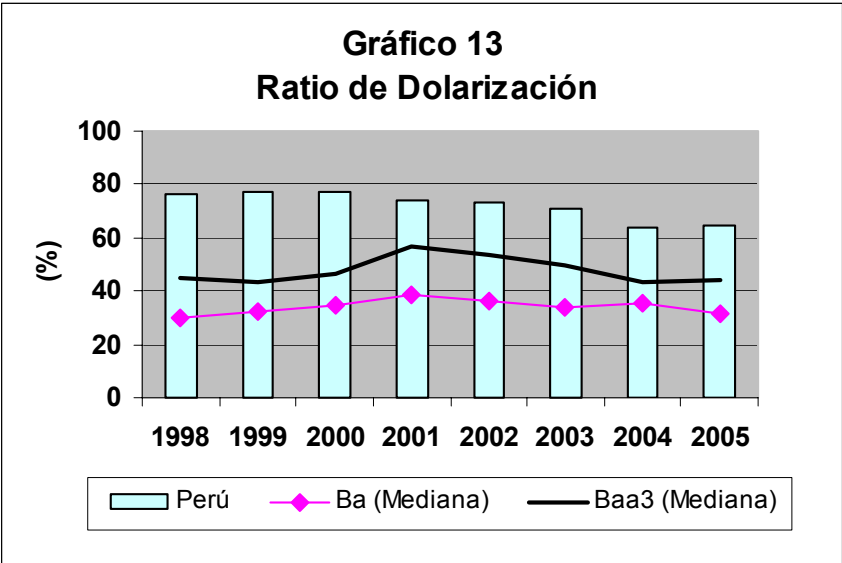
En este marco, las decrecientes y bajas tasas de inflación que ha venido registrando el Perú, en el marco de la adopción gradual de un esquema de metas explícitas de inflación, constituye uno de los principales pilares de la estabilidad macroeconómica de la última década. Este esquema tiene sus principales soportes en la independencia del banco central y en la transparencia de su política monetaria. Asimismo, han coadyuvado un sistema financiero cada vez más robusto y un desarrollo del mercado de capitales que se ha ido ampliando y profundizando con un manejo de pasivos del sector público. Este viene permitiendo una mayor participación de agentes en el mercado doméstico y una mayor diversificación de instrumentos, constituyéndose además en un *benchmark* para el sector privado, como se verá mas adelante.



Así, se puede observar que el Perú, tiene tasas de inflación muy por debajo del promedio de sus pares e incluso por debajo de países con calificación de grado de inversión, lo que se constituye en una fortaleza del Perú.

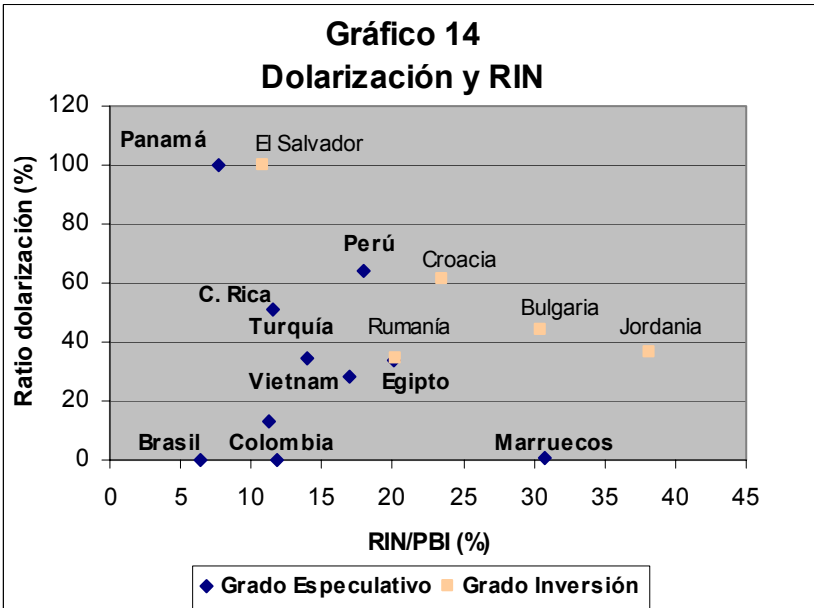
En el campo financiero monetario las agencias han venido considerando como una debilidad de la economía peruana **el alto grado de dolarización**, que incrementa la vulnerabilidad del país ante choques externos, que se derivan en presiones depreciatorias, y que limita de alguna manera la potencia de la política monetaria.

Al respecto debemos señalar que el Banco Central, de la mano de un cumplimiento estricto de sus metas de inflación que se constituye en la principal medida para fomentar la desdolarización, ha venido tomando medidas puntuales en la misma dirección tales como gestionar la ley que indica que todos los precios deben expresarse en soles, que han permitido ir reduciendo el ratio de dolarización. Asimismo, las coordinaciones en torno a una mayor profundización del mercado hipotecario en soles, la mayor emisión de deuda en moneda local se orientan al mismo objetivo.



De otro lado, mediante su intervención esterilizada en el mercado cambiario, el BCR ha venido acumulando un nivel importante de reservas internacionales que se constituye en uno de los principales factores para enfrentar eventuales presiones derivadas de la dolarización.

Así, como se presenta en el gráfico 14, si bien Perú es uno de los que mayor grado de dolarización presenta, su ratio de RIN a PBI es también uno de los más elevados, comparado con sus pares de grado especulativo, sólo superado por Marruecos y Egipto y muy por encima de Costa Rica que también tiene un alto grado de dolarización y que está considerado por Moody's dos niveles por encima de Perú.

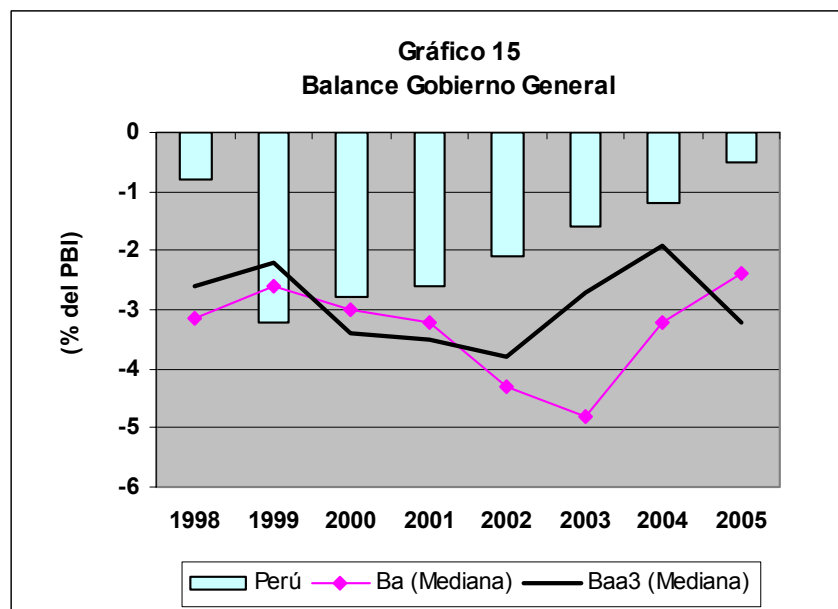


Flexibilidad fiscal

La flexibilidad fiscal es otra de las principales categorías de evaluación de las calificadoras y está asociada a la evolución de indicadores de los ingresos, gastos y balance del gobierno general. Asimismo se contempla las formas de financiamiento del déficit y su impacto inflacionario, si lo tuviera.

Una amplia base de contribuyentes y bajas tasas impositivas se asocia a países con mejor calificación, en tanto se considera que cambios necesarios en los impuestos ante eventuales shocks negativos, pueden efectuarse sin serios problemas políticos, constitucionales y/o administrativos. Por el lado del gasto, programas de gasto efectivo con servicios públicos que llegan a la mayor cantidad de población están generalmente asociados a países con mayor grado de desarrollo y a su vez con amplia base tributaria y adecuado financiamiento.

Déficits fiscales altos están más vinculados a países con limitada flexibilidad fiscal (limitados ingresos tributarios, gastos y restricciones de financiamiento) que van generando un alto nivel de endeudamiento y por lo tanto a gobiernos con calificación de grado especulativo.

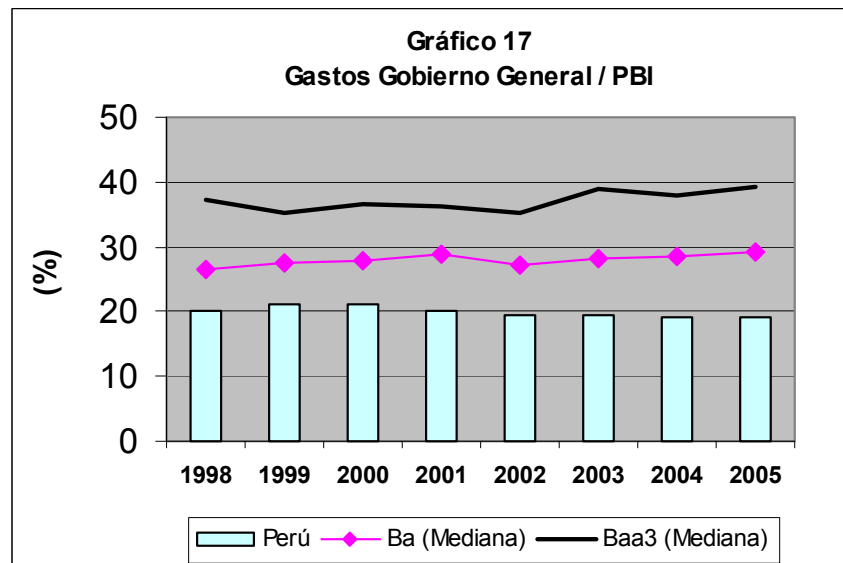
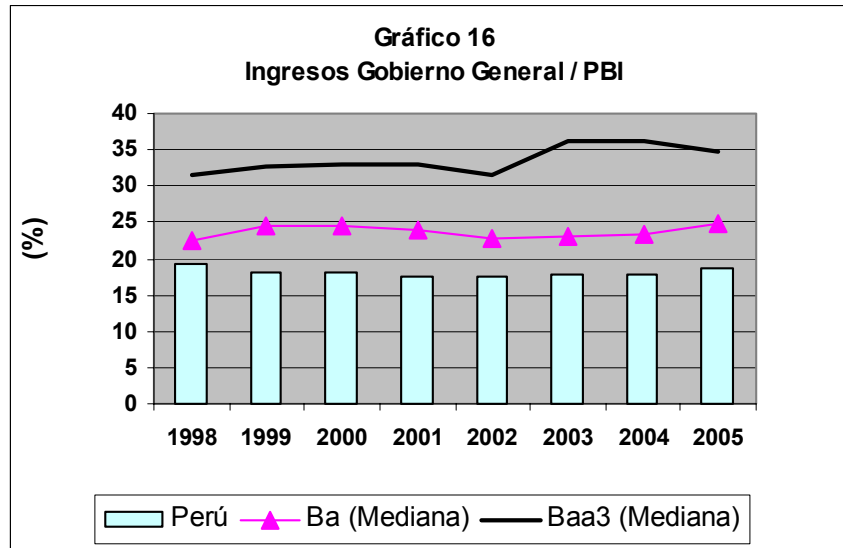


El progreso del gobierno en este campo, particularmente en los últimos años ha sido significativo, en parte favorecido por la coyuntura favorable de términos de intercambio, pero también por la convicción de que un crecimiento sostenido requiere de una política fiscal responsable, siendo la paulatina reducción de los déficits fiscales y el creciente superávit primario la muestra de ello.

Comparado con sus pares, la posición fiscal de Perú está mejor que la de la categoría Ba e incluso que la de países con grado de inversión. Sin embargo, a pesar de ello, S&P por ejemplo, considera la poca flexibilidad fiscal como una debilidad de la economía peruana.

Ello está asociado, en que a pesar de la mejor posición fiscal global, hay que reconocer que la presión tributaria es aún baja y que hay importantes presiones por

mayor gasto social. Así, se puede observar que mientras los pares de las categorías Ba y los de grado de inversión tienen un ratio de **ingresos /PBI** del orden del 25 y 35 por ciento, en el Perú éste es menor al 20 por ciento. Similar situación se da en términos de los **gastos /PBI**. Sin embargo, tampoco se puede dejar de mencionar que el avance del gobierno en ambos campos es significativamente mejor a la de 1998.



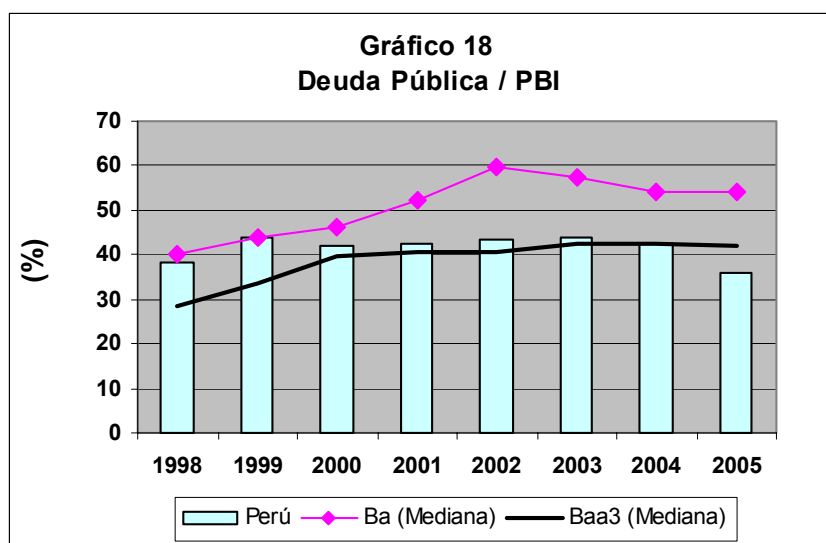
En este sentido, fortalecer aún más el manejo fiscal y la efectividad del gasto público son tareas que se tienen que llevar a cabo para lograr el grado de inversión, particularmente en un contexto en que las presiones sociales pueden afectar el entorno institucional, agravando su fragilidad. En este contexto es importante además avanzar en la reducción de exoneraciones, de tal manera que se amplíe la base tributaria; en la modernización del proceso de presupuesto, en el marco de la política de descentralización; y en una mejora en la calidad del gasto, particularmente para reducir los déficits sociales.

Peso de la deuda pública

Como se ha señalado, la fragilidad fiscal es uno de los principales elementos que están detrás de la evaluación de la capacidad de pago de un gobierno que aún no cuenta con grado de inversión. En este sentido, los niveles de deuda y la forma en que ésta está estructurada son criterios muy relevantes para las agencias calificadoras.

Sin embargo, a diferencia de otros indicadores económicos, no existe una correlación tan directa entre carga de la deuda (**deuda pública/PBI**) y *rating*, ya que se toma mucho en cuenta la flexibilidad fiscal y monetaria, así como el desarrollo del mercado doméstico de capitales que puede proveer al país de endeudamiento a un menor costo y sin riesgo cambiario. Así, muchos gobiernos con grado de inversión tienen igual o mayor peso de la deuda, como Japón o Italia, por ejemplo, que países con grado especulativo, ya que gozan de una amplia flexibilidad fiscal que les permite soportar niveles elevados de deuda o porque tienen mejor estructura de deuda y mercados de capital más profundos que les proveen de fuentes de financiamiento estables.

Por ello, en países en que los mercados de capital aún están desarrollándose y en donde los gobiernos no tienen una amplia flexibilidad fiscal, siempre son preferibles niveles de deuda más bajos. En este campo los esfuerzos del gobierno de ir reduciendo su peso de la deuda ha ido acompañado de una, cada vez, mejor performance fiscal.



Este esfuerzo se grafica en la menor carga de la deuda pública del Perú respecto tanto a sus pares, cuanto incluso a países con grado de inversión.

Cabe mencionar que también es importante para las calificadoras el peso de los pasivos contingentes, como los asociados a garantías o deuda previsual que pueden estar elevado el riesgo de gobiernos o los hace más vulnerables ante circunstancias económicas adversas.

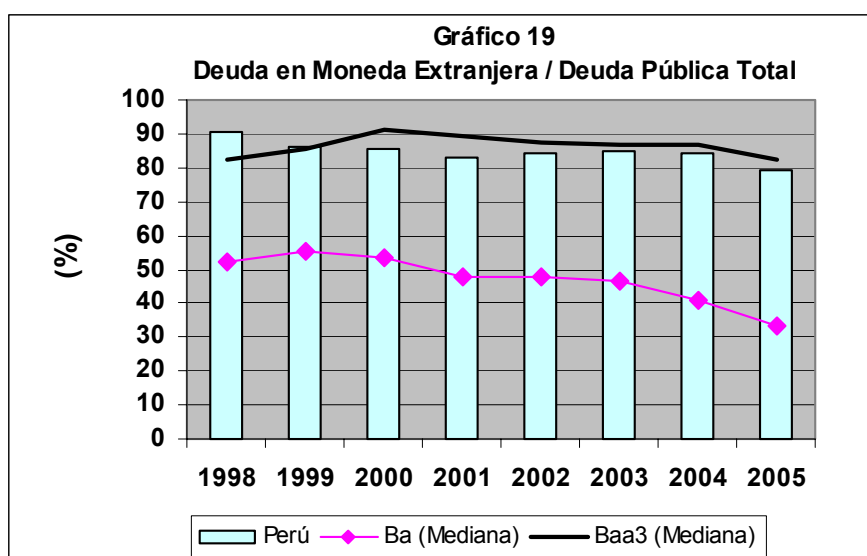
Las proyecciones de mediano plazo contemplan, como se ha señalado, el mantenimiento de déficits moderados, lo que acompañado con tasas de crecimiento sostenido, redundará en una reducción paulatina del peso de la deuda pública respecto al PIB. Así, las estimaciones del gobierno es pasar de un ratio de 37,8 por ciento del

PBI en 2005 a 28 por ciento en 2008, lo que sin duda favorecerá una mejor calificación, a pesar que como se ha visto este ratio no tiene una correlación tan directa con el rating.

Carga de la deuda en moneda extranjera y de la deuda externa

Asociado a lo anterior, la estructura de la deuda por moneda (moneda nacional vs extranjera) es importante. Una reversión inesperada en los flujos externos de capital puede conllevar una depreciación y como consecuencia la carga de la **deuda en moneda extranjera** puede elevarse y llegar potencialmente a niveles insostenibles. Ello puede resultar en un mayor nivel de servicio de la deuda y minar la capacidad de pago de un país.

Así, para la evaluación final de la situación fiscal y de un *rating* soberano, no sólo importa el nivel de la deuda sino la forma en que ésta está estructurada y cómo un gobierno está más expuesto al riesgo cambiario.



Este elevado porcentaje de la deuda en moneda extranjera es considerada una limitante ya que el Perú se encuentra muy por encima de sus pares Ba. Sin embargo se debe mencionar que esta variable debe ser analizada en conjunto con otros indicadores, ya que por ejemplo los ratios de Perú, están debajo de los países grado de inversión.

En este campo los esfuerzos del gobierno para ir incrementando la participación de la deuda en moneda doméstica han venido siendo crecientes. Esta se ha hecho no sólo a través de canjes y prepagos de deuda externa, financiado por bonos internos que han permitido no sólo ir reduciendo el riesgo cambiario, sino extendiendo la duración promedio de la deuda pública (reduciendo el riesgo de *rollover* de la deuda) y a su vez, sirviendo de *benchmark* para emisiones a más largo plazo del sector privado (por ejemplo para el mercado hipotecario o para emisiones de bonos privados), lo cual debe redundar en un mayor desarrollo y profundización del mercado de capitales local. Esto a su vez, está asociado a una mayor flexibilidad fiscal.

Así, tal como se puede apreciar en el siguiente gráfico, la participación de la deuda en moneda local ha pasado de 12 por ciento en 1999 a 22 por ciento el 2005, siendo las

proyecciones del gobierno que la moneda nacional represente el 33 por ciento de la deuda pública en el 2009.

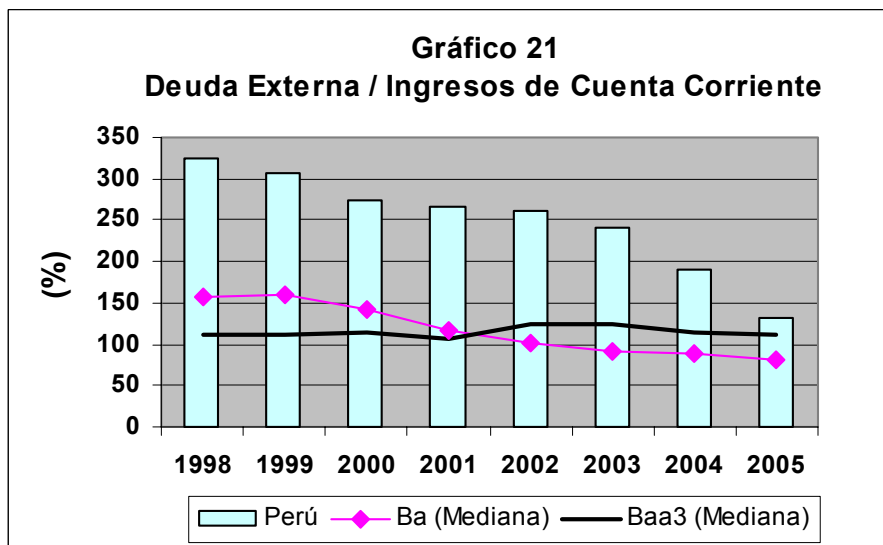
Grafico 20



Adicionalmente, el gobierno ha venido complementando esta política con *swaps* de tasas de interés para pasar una mayor proporción de la deuda de tasa variable a tasa fija, reduciendo así el riesgo de tasa de interés. La proporción de tasa fija ha pasado de 47 a 56 por ciento de la deuda total entre 1998 y el 2005 y el gobierno planea llevar este ratio a 70 por ciento en el 2009.

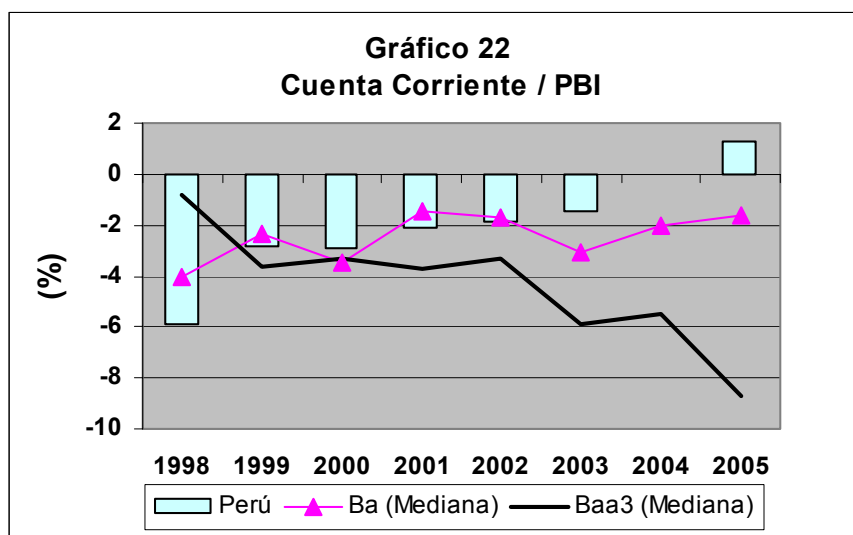
Esta evaluación de la carga de la deuda externa, no sólo es válida para el sector público, sino también para el sector privado. Así, las calificadoras analizan la carga de la deuda externa de un país frente a los activos con no residentes, focalizándose en la tendencia de la posición de deuda pública externa y la capacidad de las reservas internacionales para servir la deuda. Cabe señalar sin embargo, que la mayor carga de la deuda externa peruana corresponde al sector público (89 por ciento del total)

Un indicador para medir la carga de la deuda externa es compararla con los ingresos de la cuenta corriente de la balanza de pagos (**deuda externa / exportaciones de bienes y servicios, más ingresos por renta de factores y transferencias**) a fin de evaluar las presiones que pueden haber sobre las reservas internacionales. En términos generales este ratio mide el total de la deuda con relación a la capacidad de generar divisas y un nivel más alto en este ratio está asociado, en términos generales, a países con menor grado de inversión.



El avance de Perú respecto a sus pares y aún respecto a países con grado de inversión es innegable. La proporción de la deuda externa, respecto a los ingresos de la cuenta corriente de la balanza de pagos ha pasado de más de 300 por ciento en 1998 a 130 por ciento en el 2005, muy cercana a la de la categoría Ba.

Ello no sólo ha respondido al mejor manejo de pasivos del gobierno, sino también a una mejora sustantiva de las exportaciones de bienes y servicios y de las transferencias de peruanos en el exterior que han mejorado sustancialmente el ratio de la cuenta corriente/ PBI de la balanza de pagos.



En el gráfico se puede observar que Perú partió de una posición inferior respecto a sus pares en 1998, pero que al 2005 su posición es significativamente mejor al de sus pares e incluso a países con grado de inversión.

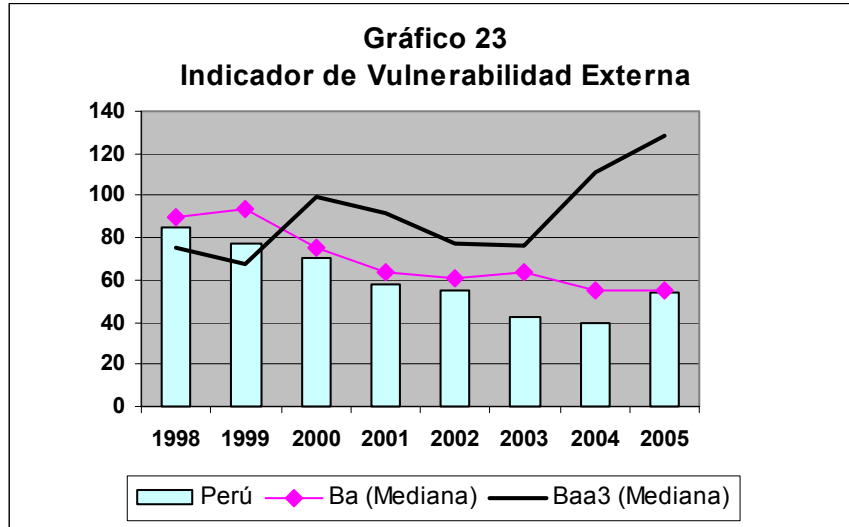
Algunos podrían argumentar que ello corresponde sólo a un efecto precio por los favorables términos de intercambio. A ello hay que responder con la información que los volúmenes exportados prácticamente se han duplicado entre 2005 y 1998. Al respecto cabe mencionar además que en el Reporte de Inflación de octubre 2006, el BCRP ha estimado que aún a precios de minerales del 2003, la cuenta corriente tendría un nivel sostenible equivalente a un déficit del orden de 1,9 por ciento del PBI.

Este análisis las agencias lo complementan con evaluaciones de cuán liberada está la cuenta de capitales, el perfil de la deuda, nivel de reservas, entre otros factores, lo que se profundiza en periodos de elevada volatilidad financiera global. En este sentido, a favor de Perú se puede agregar que el país posee una cuenta capitales totalmente liberada, un esquema de flotación cambiaria y un elevado nivel de reservas (para minimizar los riesgos de la elevada dolarización financiera).

Liquidez y Vulnerabilidad externa

Asociado a lo anterior, aspectos importantes en el análisis de las calificadoras son la estructura de la cuenta corriente y la composición de los flujos de capitales, así como el análisis de los impactos de la política fiscal y monetaria sobre la balanza de pagos y la fortaleza de la posición internacional.

Un indicador asociado a la solvencia externa y la liquidez es el indicador de **vulnerabilidad externa** que mide las obligaciones externas de corto plazo, del sector público y privado (incluyendo los vencimientos de las obligaciones de largo plazo que vencen en el año corriente) respecto al nivel de reservas internacionales. Este ratio mide la capacidad de un país de poder atender sus obligaciones con su stock de reservas ante un eventual cierre del financiamiento externo en los mercados internacionales



Incluir las obligaciones privadas en estos ratios obedece al hecho de que en algunas circunstancias, éstas pueden ejercer presiones sobre las reservas internacionales o pueden convertirse en contingentes para el gobierno. En el caso peruano, la deuda privada es relativamente baja (4 por ciento del PBI y 7 por ciento si se incluye la deuda de corto plazo)

De otro lado, la posición de reservas internacionales del Perú ha venido fortaleciéndose continuamente en los últimos años, en el marco de la política de flotación cambiaria con que se ha desenvuelto el Banco Central. Las intervenciones del BCR en el mercado cambiario, no solo han permitido reducir excesiva volatilidad cambiaria sino también acumular reservas internacionales que se constituyen en una fortaleza para enfrentar eventuales choques externos.

Esta sólida posición de reservas se hace evidente cuando comparamos al Perú con sus pares y aún con los países con grado de inversión (gráfico 14).

Riesgos políticos y aspectos institucionales

Hasta ahora se ha visto factores que están detrás de las calificaciones, que de una u otra forma pueden graficarse en indicadores cuantitativos. Sin embargo, como antes se señaló, las agencias no sólo efectúan una evaluación cuantitativa, sino también cualitativa, que constituye el marco político institucional al que muchos indicadores o categorías analíticas del *rating* están condicionados.

La menor percepción de los riesgos políticos y la fortaleza de las instituciones va generalmente de la mano del mejor grado de calificación.

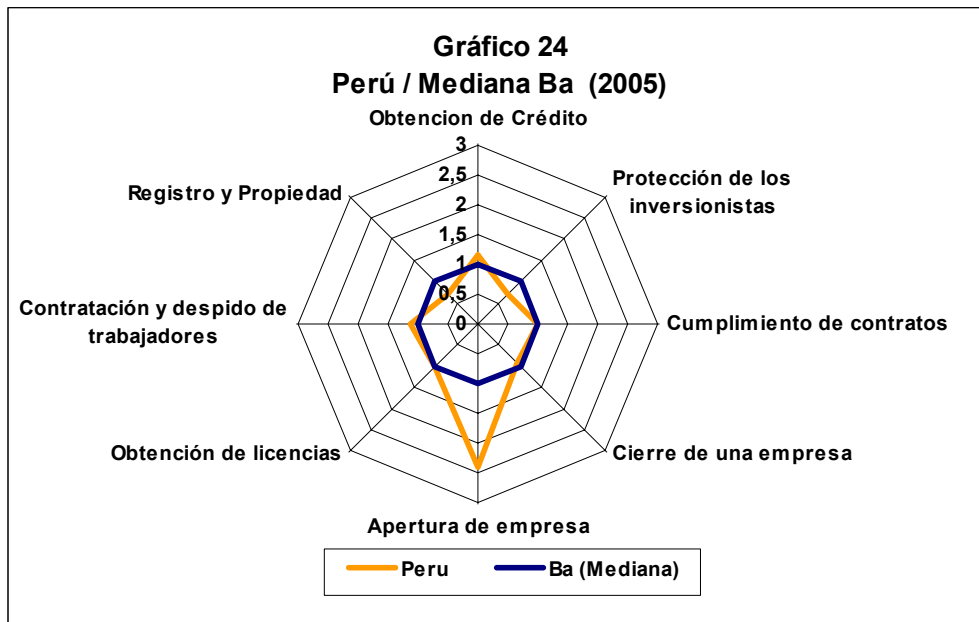
La estabilidad, predictibilidad y transparencia de las instituciones de un país son sumamente importantes para analizar los parámetros de la política económica. La participación popular en los procesos políticos es fundamental en la legitimidad de los gobiernos y la separación de poderes, así como el desarrollo de las instituciones civiles, seguridad pública y asuntos geopolíticos son claves en la percepción de riesgo.

De otro lado, se considera que una economía de mercado, con respeto a los derechos de propiedad, con un sector público y financiero eficientes y un sector privado competitivo, con mercados laborales flexibles, estará menos propenso a errores de política y tendrá mayor credibilidad entre los acreedores.

En los siguientes gráficos se presenta unos radares sobre diversos factores institucionales obtenidos del *Doing Business* del Banco Mundial y *The Global Competitiveness Report* elaborado por el *World Economic Forum*. El primero está vinculado al clima de negocios con indicadores tales como tiempo requerido para iniciar o cerrar un negocio, facilidad para registrar propiedad, para obtener crédito, para pagar impuestos, para ejecutar contratos y fortaleza para proteger inversionistas, entre otros.

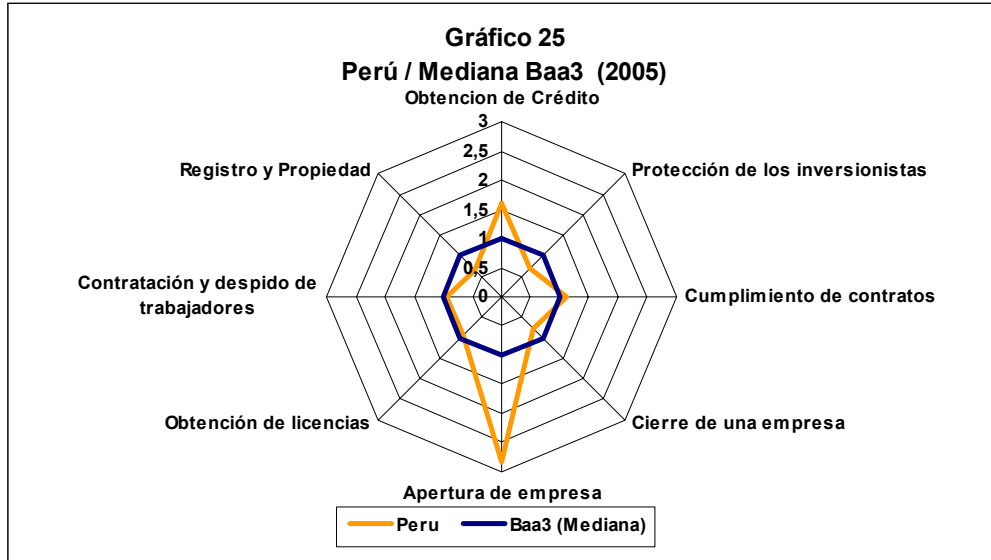
El segundo está más vinculado a factores político-institucionales como confianza en los políticos, libertad de prensa, costo de la corrupción, informalidad, centralismo y eficiencia del marco legal.

Estos radares han sido construidos poniendo como *benchmark* a la mediana de los países categoría Ba-BB (grado especulativo) y de la categoría Baa-BBB (primer nivel de grado de inversión) y comparándolo con los ratios de Perú, trabajados como índices.

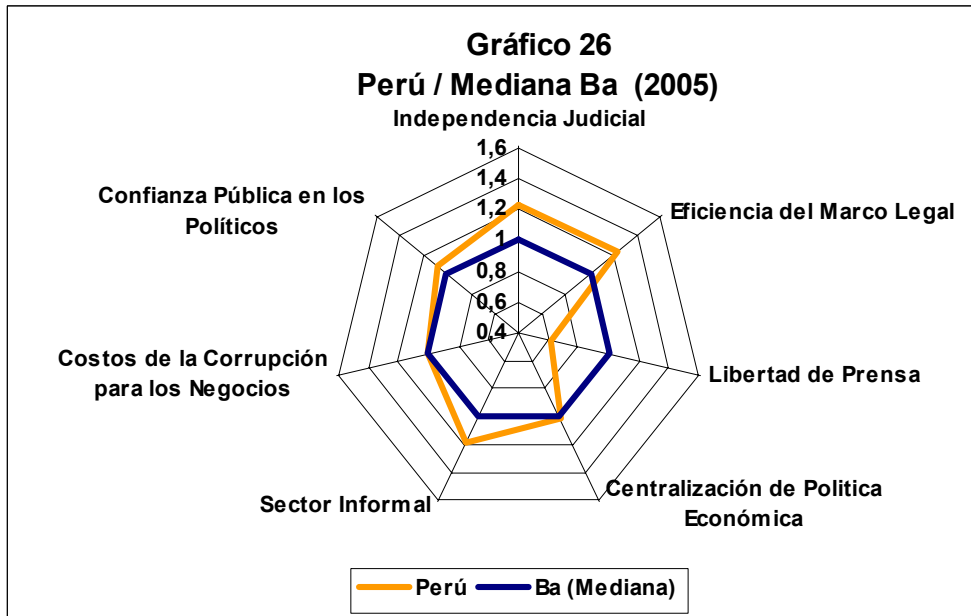


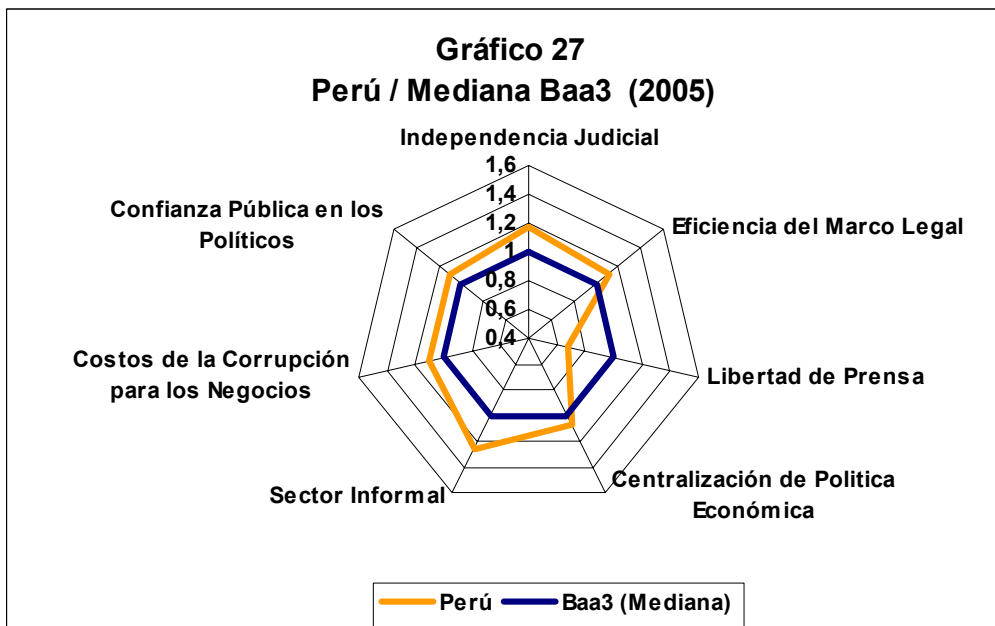
En este radar se tiene que Perú, respecto a sus pares Ba-BB tiene aún debilidades principalmente en los temas relativos a trámites para apertura de empresas y obtención de crédito, aspectos que se acentúan respecto a los países Baa-BBB. Perú está mejor

que sus pares en aspectos relativos a registro de propiedad y protección a los inversionistas.



Respecto a los factores más políticos, Perú está en situación mas desventajosa respecto tanto a sus pares cuanto a los de grado de inversión, en todos los aspectos, con excepción de la libertad de prensa. En este sentido, Perú, para obtener el grado de inversión debe buscar fomentar una reforma del poder judicial, reducir gradualmente el mercado informal y fortalecer las instituciones y las instancias políticas, a fin de garantizar una buena gobernabilidad.





RESUMEN Y CONCLUSIONES

En términos generales el *rating* o calificación de riesgo es la opinión actual de las agencias sobre el riesgo de un emisor de deuda respecto al cumplimiento de una determinada obligación o programa financiero. En particular, la calificación de riesgo o *rating* soberano es la opinión sobre la habilidad y la disposición de un gobierno soberano de pagar puntualmente todas sus obligaciones financieras; es decir, es una estimación de la probabilidad futura de que un gobierno caiga en cesación de pagos (*default*).

Las agencias calificadoras de riesgo hacen sus evaluaciones sobre la base de indicadores cuantitativos (indicadores macroeconómicos relativos a la estructura de la economía, a la flexibilidad monetaria y fiscal, a la carga de la deuda pública y en moneda extranjera y sobre la vulnerabilidad y liquidez externa) y cualitativos (riesgo político e institucional). Estos indicadores no tienen una ponderación definida.

Existe gran coincidencia respecto a la calificación de los países con grado de inversión y aparentemente S&P y Fitch son más estrictos que Moody's en sus calificaciones a países de grado de inversión, mientras que Moody's lo es para los países con grado especulativo.

En el caso particular de Perú, el país ha avanzado significativamente en el entorno macroeconómico, aunque sus esfuerzos deben continuar para superar las limitaciones que restringen el grado de inversión.

Se ha podido observar, en los diversos indicadores, que la evolución de Perú ha venido siendo significativa comparado con los primeros años en que recibió la calificación de las agencias, colocándose incluso por encima de sus pares en tasas de crecimiento, inflación y ratios de vulnerabilidad.

Respecto a las restricciones que a juicio de las agencias están limitando una mejor calificación se puede ver que los vinculados a la vulnerabilidad por una alta dependencia de *commodities* en los ingresos de exportación, no toman en cuenta el poco grado de concentración de las exportaciones, donde el principal producto representa menos del 20 por ciento del total y la menor volatilidad relativa de los precios promedio de las categorías agregadas de las exportaciones, que se explica precisamente por dicha “diversificación”.

Sobre el peso de la deuda externa, cabe resaltar que si bien ésta es aún elevada en comparación a sus pares, los esfuerzos del gobierno para reducir la proporción de deuda en moneda extranjera vienen siendo importantes. En este sentido, cabe resaltar el compromiso del gobierno de continuar con un activo manejo de operaciones de deuda que permita seguir reduciendo el riesgo cambiario, ampliando la curva de rendimiento y aumentando la duración promedio de la deuda, así como profundizando el mercado local de capitales. Ello, junto a los esfuerzos para ampliar la base tributaria y mejorar la gestión del gasto redundarán en una mayor flexibilidad fiscal.

El alto nivel de dolarización de la economía es otro de los factores que resulta una limitante para un mejor *rating*. Al respecto, además de medidas puntuales que se pueden adoptar a fin de favorecer a la moneda nacional (créditos hipotecarios Mivivineda en soles, fomento del sistema de pagos, etc.), la mejor forma de reducir la dolarización es mediante la persistencia de inflaciones bajas, aspecto en lo que el Banco Central supera incluso a economías con grado de inversión. Ello aunado al significativo nivel de reservas internacionales constituyen la mejor cobertura frente a este riesgo, que debe continuar disminuyendo conforme aumente la credibilidad de la moneda nacional.

Para ayudar a vencer las deficiencias institucionales y limitaciones en el ámbito político, el gobierno debe buscar fomentar una reforma del poder judicial, reducir gradualmente el mercado informal y fortalecer las instituciones y las instancias políticas, a fin de garantizar una buena gobernabilidad.

En **conclusión**, los principales indicadores macroeconómicos utilizados por las agencias calificadoras en su evaluación de *rating* indican que desde 1998, y particularmente después de la crisis política de 2000-2001, su evolución ha sido ampliamente positiva.

Este favorable avance macroeconómico ha sido reconocido primero por Fitch y luego por S&P y contrasta ampliamente con el mantenimiento de la calificación por parte de Moody’s, en el que parece evidente que las restricciones relativas a la carga de la deuda en moneda extranjera y el grado de dolarización parecen haber tenido un peso extremadamente elevado que más que contrarresta la evolución favorable de la mayoría de indicadores macroeconómicos, cuyo progreso es totalmente innegable.

Los pasos dados por Perú han sido sumamente importantes y es indiscutible el avance respecto a 1998, avance que debe continuar sostenidamente, coadyuvado por mejoras en el área político-institucional, para que el gobierno pueda en un plazo cercano alcanzar el grado de inversión y que ello redunde en un mayor desarrollo para el país.

Anexo 1
Cuadro Resumen de indicadores: 2005

Pais	Calificación	PBI real (tasa %)	PBI per cápita US\$	Grado de Apertura (% PBI)	IPC Dic/Dic (%)	Ratio de dolarizac.1/ (%)	Balace del Gov. Gral. (% PBI)	Ingresos Gov. Gral (% PBI)	Gastos Gov. Gral (% PBI)	Deuda Pub/Total (%)	Deuda ME/Total (%)	Deuda /Ing. Cta. Cte. (%)	Cta. Cte. de BP/ PBI (%)	Vulnerab. Externa 2/ (%)
Bulgaria	Baa3	5,5	4483	138,1	6,5	44,1	3,1	42,9	39,7	32,3	82,6	91,5	-11,8	135,3
Croacia	Baa3	4,3	2230	103,8	3,6	61,4	-4,1	46,2	50,3	45,4	84,8	143,5	-6,0	161,6
El Salvador	Baa3	2,8	3470	72,0	4,3	100,0	-3,2	16,8	19,6	42,0	100,0	112,4	-4,6	128,8
Jordania	Baa3	7,2	8267	140,7	4,8	36,5	-4,6	34,8	39,4	81,0	65,5	123,8	-15,9	121,2
Rumania	Baa3	4,1	2507	76,4	8,6	34,5	-0,4	28,9	29,3	13,9	71,6	91,9	-8,7	52,8
Mediana	Baa3	4,3	3470	103,8	4,8	44,1	-3,2	34,8	39,4	42,0	82,6	112,4	-8,7	128,8
Costa Rica	Ba1	4,1	4788	98,4	14,1	50,9	-2,1	14,0	16,1	37,8	33,3	63,2	-4,7	89,9
Egipto	Ba1	4,9	1255	63,6	4,7	33,7	-5,9	25,8	31,7	92,7	31,5	104,8	3,3	44,3
Marruecos	Ba1	1,2	1681	79,5	2,0	0,7	-5,7	24,9	31,7	71,1	30,9	71,0	2,4	16,2
Panama	Ba1	6,4	5183	43,8	3,5	100,0	-3,2	22,5	25,0	66,2	100,0	81,8	-5,3	72,5
Islas Fiji	Ba2	5,6	3123	111,6	3,3	n.d.	-3,2	25,9	29,1	50,3	7,3	10,7	-16,4	20,9
Colombia	Ba2	5,1	2628	43,6	4,9	0,0	-0,5	31,2	31,7	54,0	33,2	128,7	-1,6	74,9
Guatemala	Ba2	3,2	2474	45,8	8,6	13,2	-1,8	10,2	11,7	17,6	83,3	67,8	-4,1	55,5
Brazil	Ba3	2,7	4629	32,0	5,7	0,0	-3,3	39,2	42,5	74,8	14,8	132,7	1,7	144,4
Perú	Ba3	6,7	2808	43,8	1,5	64,4	-0,5	18,6	19,2	35,9	79,2	131,0	1,3	54,3
Turquía	Ba3	7,4	4950	61,4	7,7	34,8	-2,0	27,8	29,8	68,5	37,8	161,7	-6,4	161,7
Vietnam	Ba3	8,4	637	141,5	8,5	28,6	-2,4	24,4	26,9	37,4	71,7	47,6	0,9	43,6
Mediana	Ba	5,1	2808	61,4	4,9	31,2	-2,4	24,9	29,1	54,0	33,3	81,8	-1,6	55,5

1/ Total de depósitos en el sistema banco/ total de depósitos

2/ Vencimientos de obligaciones a 1 año en ME con no residentes/reservas oficiales

Fuente: Moody's Statistical Handbook.Country Credit, julio 2006

Bibliografía

- Standard & Poor's ; Standard & Poor's Ratings Definitions; set. 2006
- Standard & Poor's ; Criteria: Sovereign Credit Ratings: A Primer; oct. 2006
- Standard & Poor's ; Sovereign Rating in Latin America; set. 2005
- Moody's; Moody's Rating Symbols & Definitions, ago. 2004
- Moody's; Moody's Statistical Handbook, Country Credit, Julio 2006
- Fitch Ratings; Fitch Ratings Definition
- Fitch Ratings; Latin America Sovereign review. Jan. 2005
- Pena Sánchez, Alejandro, La calificación de riesgo soberano, análisis de sus determinantes. Banco Central del Uruguay.
- Canuto, Otaviano; Fonseca P. dos Santos Pablo; de Sá Porto Pablo. Macroeconomics and Sovereign Risk Ratings. Washington, January 2004
- Banco Mundial; Doing Business in 2006, Creando Empleos.
- World Economic Forum, The Global Competitiveness Report 2005-2006