

PERÚ: GRADO DE INVERSIÓN, UN RETO DE CORTO PLAZO

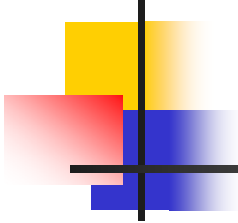
Gladys Choy

Subgerente de Economía Internacional

XXIV Encuentro de Economistas

BCRP

13-15 Diciembre 2006



PERÚ: GRADO DE INVERSIÓN, UN RETO DE CORTO PLAZO

- Motivación
- Conceptos generales: entendiendo el *rating*
- Posiciones relativas de países: diferencias entre agencias
- Posición relativa de Perú: indicadores claves
- Conclusiones



Motivación

- En noviembre S&P mejoró el *rating* soberano de BB a BB+, un nivel debajo del grado de inversión. Fitch lo hizo en agosto pasado. Moody's otorga la calificación de Ba3 (3 niveles debajo del grado de inversión) y recientemente (7 de nov.) ha cambiado la perspectiva de estable a positiva.
- ¿Por qué es importante lograr el grado de inversión?
- ¿Qué criterios están detrás de estas calificaciones?
- ¿Qué factores limitan la consecución del grado de inversión para el Perú?



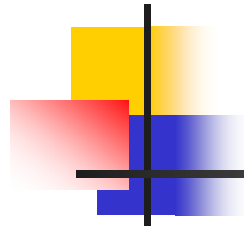
Entendiendo el rating

- *Rating* 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.
- *Rating* soberano es la opinión sobre la habilidad y disposición de un gobierno de pagar puntualmente sus obligaciones; es decir, es una estimación de la probabilidad futura de que un gobierno caiga en cesación de pagos (*default*).



Entendiendo el rating

- *Rating* soberano: deudas del gobierno central con el sector privado (no C.París, no organismos, no gobiernos subnacionales, ni empresas).
- Riesgo soberano y el riesgo país aunque están muy relacionados, son diferentes.
- Regla general: *rating* soberano representa un techo para otros deudores. Sin embargo, otro emisor puede tener mejor *rating*.
- Riesgo soberano generalmente está asociado al riesgo de largo plazo en moneda extranjera.



Entendiendo el rating

- Los *rating* se basan en el análisis de información cuantitativa (indicadores macro) y cualitativa (entorno político e institucional) que están relacionados.
- No existe una fórmula única ni una ponderación exacta de todos los factores que intervienen en la evaluación. Varían por emisor y a través del tiempo

Cuadro 1
Categorías de Rating de deuda a largo plazo

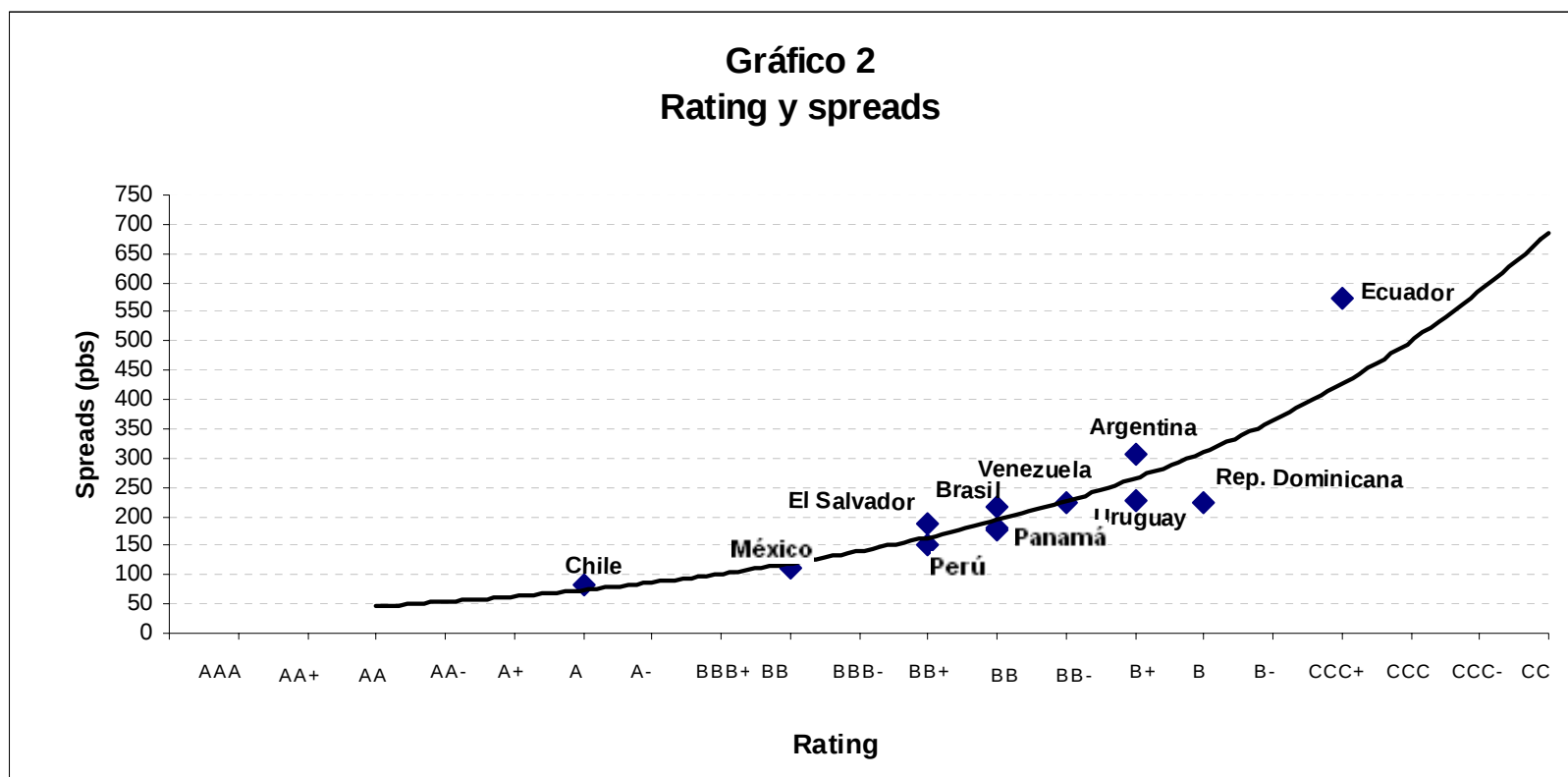
RIESGO DE CRÉDITO	Moody's	S&P y Fitch	Posición
Grado de Inversión			
Riesgo mínimo de crédito o extremadamente fuerte capacidad de pago	Aaa,	AAA	1
Muy bajo riesgo de crédito o muy fuerte capacidad de pago	Aa1; Aa2;Aa3	AA+;AA; AA-	2-4
Bajo riesgo de crédito o fuerte capacidad de pago	A1;A2;A3	A+;A;A-	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



Importancia del rating

- Las transacciones financieras intrínsecamente se desarrollan con información asimétrica
- Agencias: rol importante en reducir peso negativo de información asimétrica, a través de la valoración y procesamiento de información antes de una operación.
- El mercado usa el *rating* para cotizar el riesgo crediticio de un instrumento de renta fija.
- Se usa para definir límites sobre los parámetros de los portafolios de inversión.

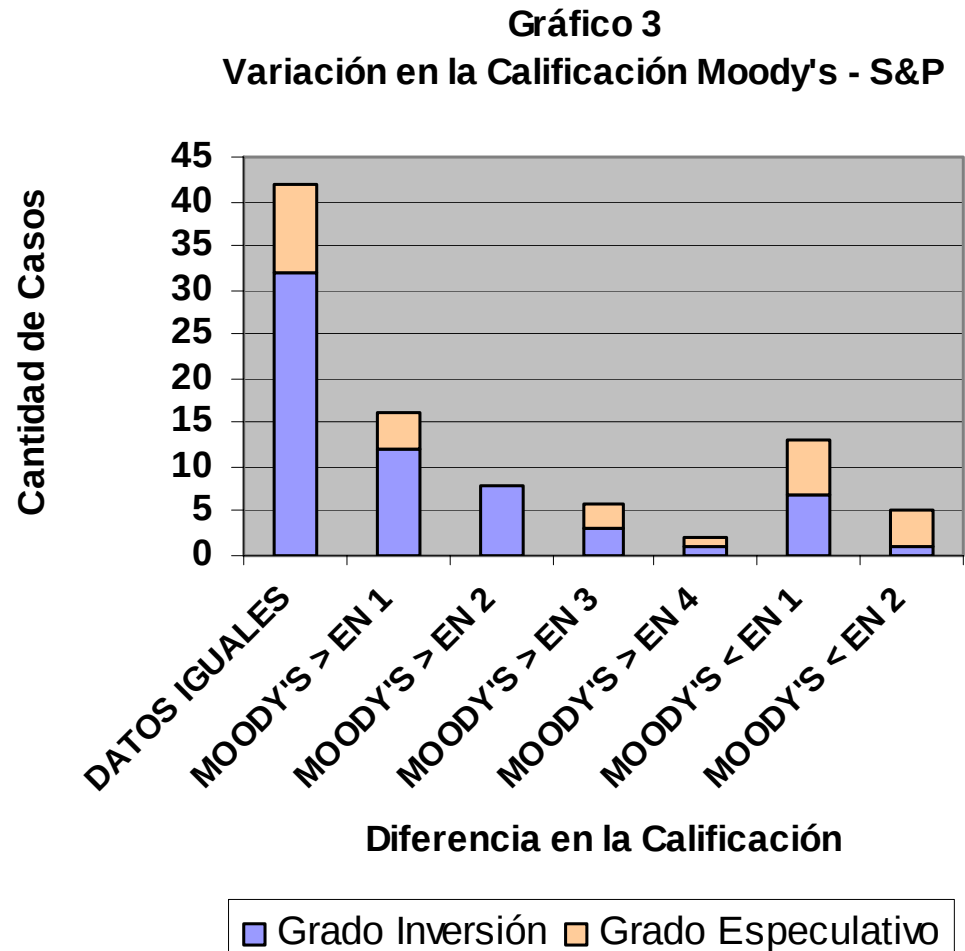
Rating soberano y el riesgo soberano están muy relacionados: a mejor grado de inversión menor spread.



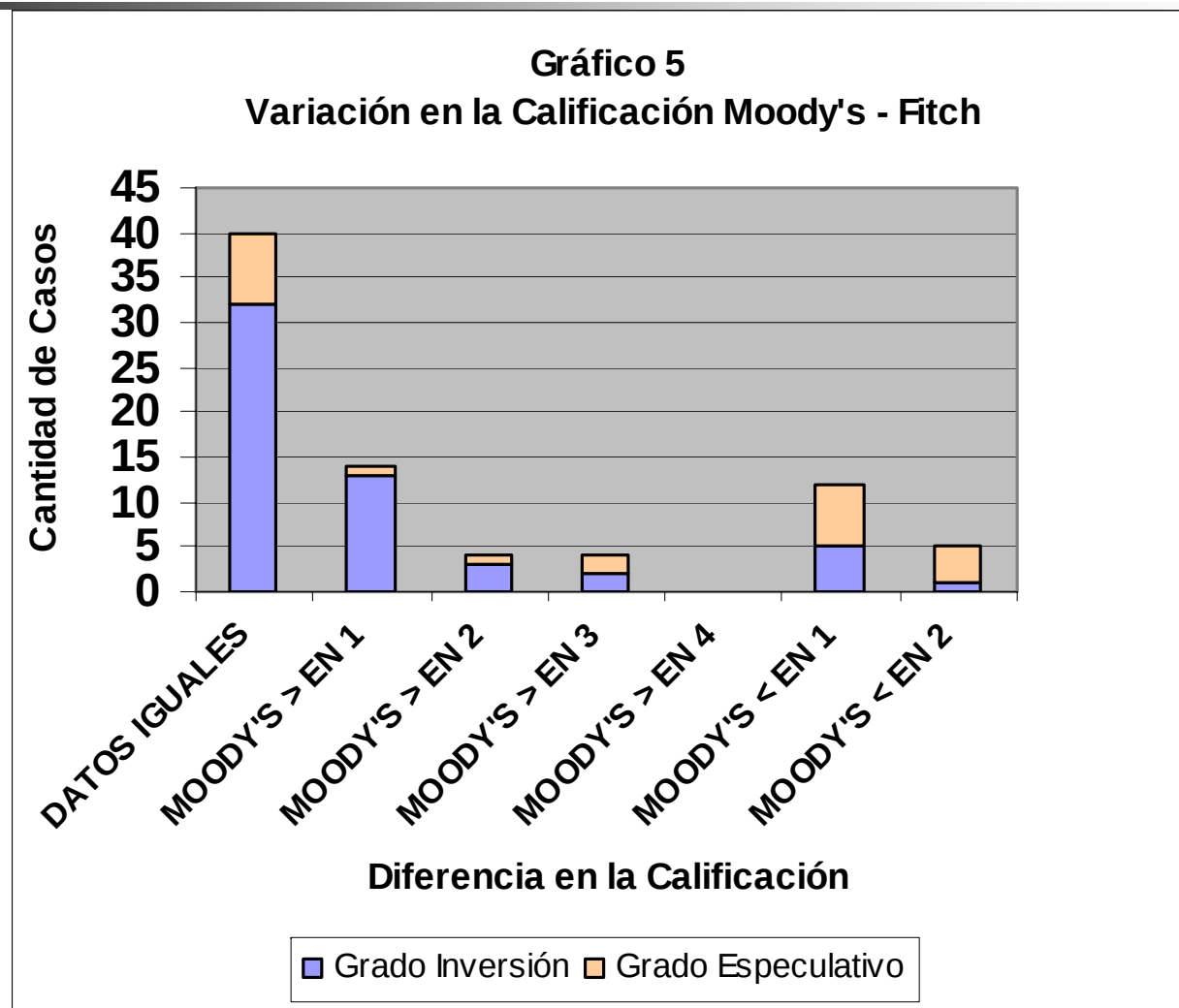
		CALIFICACION S&P																						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	TOTAL
CALIFICACION MOODY'S	1	19	1		2																			22
	2		1	1			1																	3
	3			1	1	1																		3
	4				1	2	1																	5
	5					0	3	2	1															6
	6					1	4	2	1															8
	7						1	2		1														4
	8							1	2		1													4
	9								1	1														4
	10									1	1													5
	11										1	2				1								5
	12											2	3				2	1						6
	13												1	1	1									3
	14													3	0	1								4
	15														1	0								2
	16															2	1	3						6
	17																		1					1
	18																			0				0
	19																				0	1		1
	20																					0		0
	21																						0	0
	22																							0
TOTAL		19	2	3	4	4	10	7	7	4	1	5	7	5	4	4	4	1	0	0	1	0	0	92

		CALIFICACION S&P																						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	TOTAL
CALIFICACION MOODY'S	1	19	1		2																			22
	2		1	1			1																	3
	3			1	1	1																		3
	4				1	2	1																	5
	5					0	3	2	1															6
	6					1	4	2	1															8
	7						1	2		1														4
	8							1	2		1													4
	9								1	1														4
	10									1	1													5
	11										2	3				1								5
	12											2	3				2	1						6
	13												1	1	1									3
	14													3	0	1								4
	15														1	0								2
	16															2	1	3						6
	17																		1					1
	18																			0				0
	19																				0	1		1
	20																					0		0
	21																						0	0
	22																							0
TOTAL		19	2	3	4	4	10	7	7	4	1	5	7	5	4	4	4	1	0	0	1	0	0	92

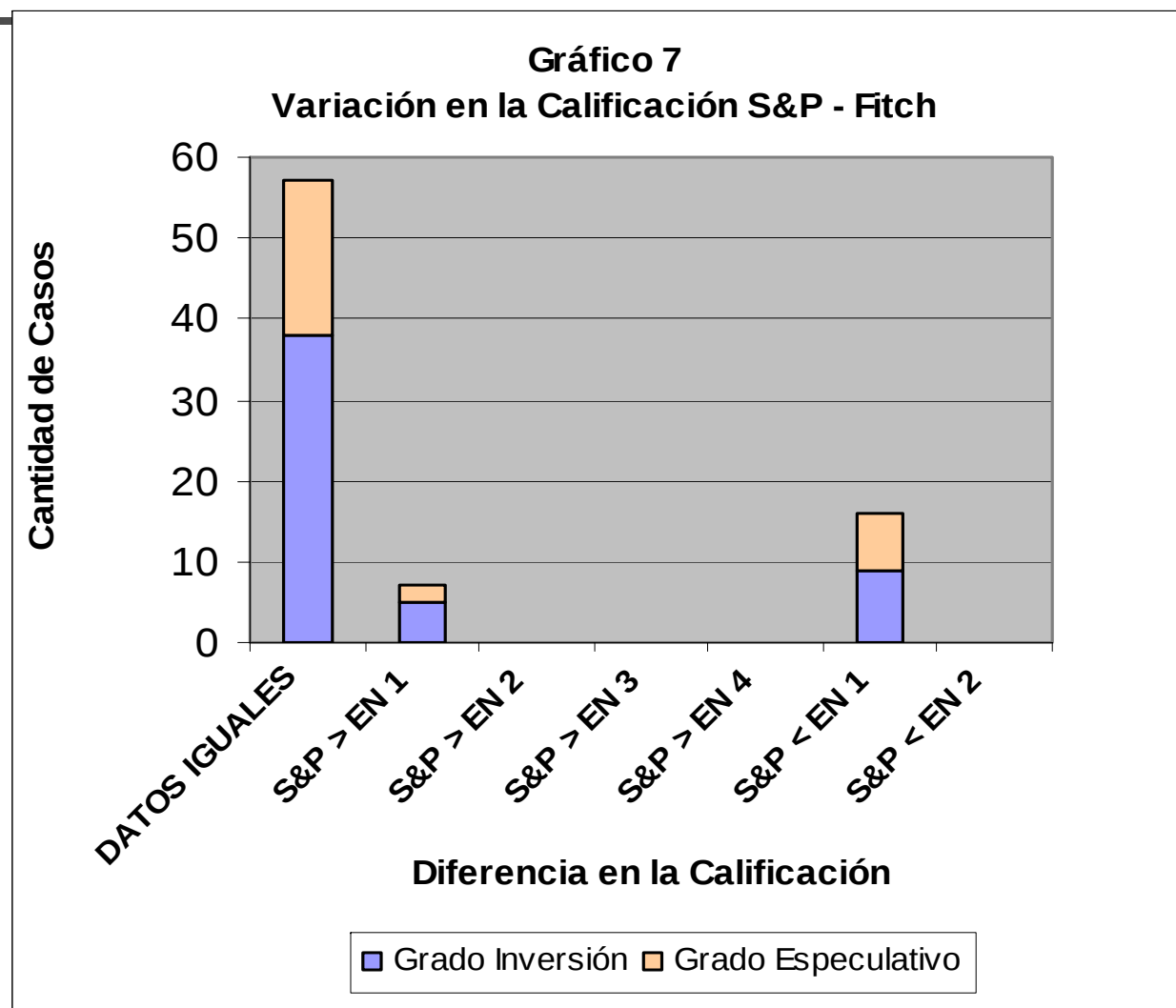
Diferencias entre Moody's y S&P

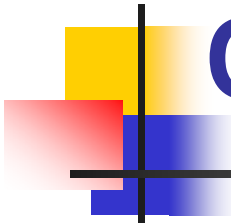


Diferencias entre Moody's y Fitch



Diferencias entre S&P y Fitch





Calificación de Perú

Cuadro 3

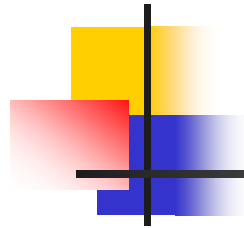
Calificación de la deuda en moneda extranjera de largo plazo

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

Perú: fortalezas y debilidades

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	



Indicadores claves

- Cada agencia tiene sus propios indicadores, pero en términos generales se pueden agrupar en las siguiente áreas:
 - Crecimiento y estructura económica
 - Flexibilidad monetaria
 - Flexibilidad fiscal
 - Carga de la deuda pública
 - Carga de la deuda externa
 - Vulnerabilidad externa
 - Riesgos políticos y factores institucionales

Crecimiento y estructura económica

Gráfico 8
Crecimiento del PBI Real

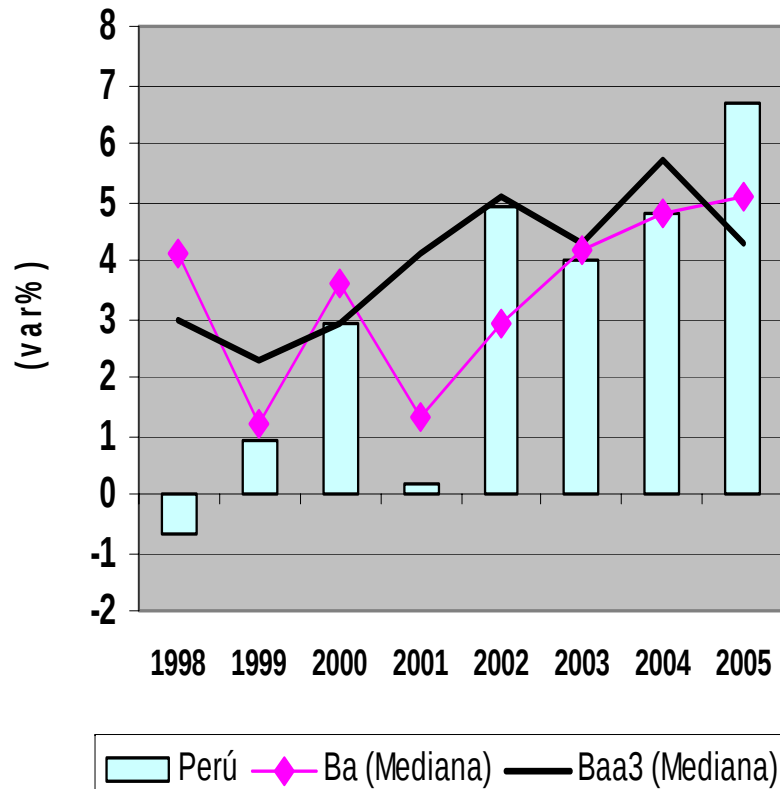
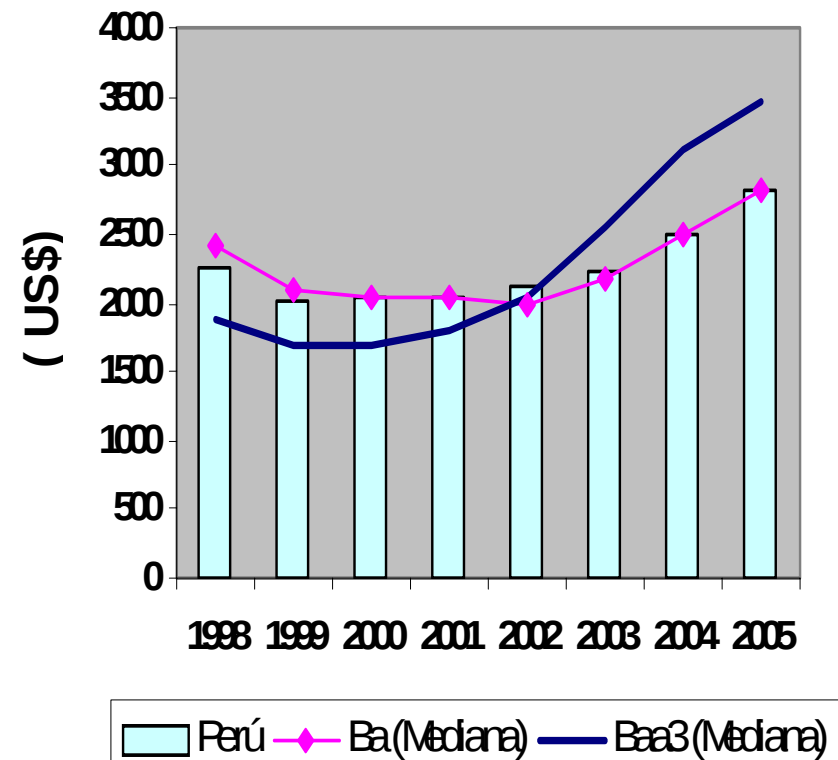
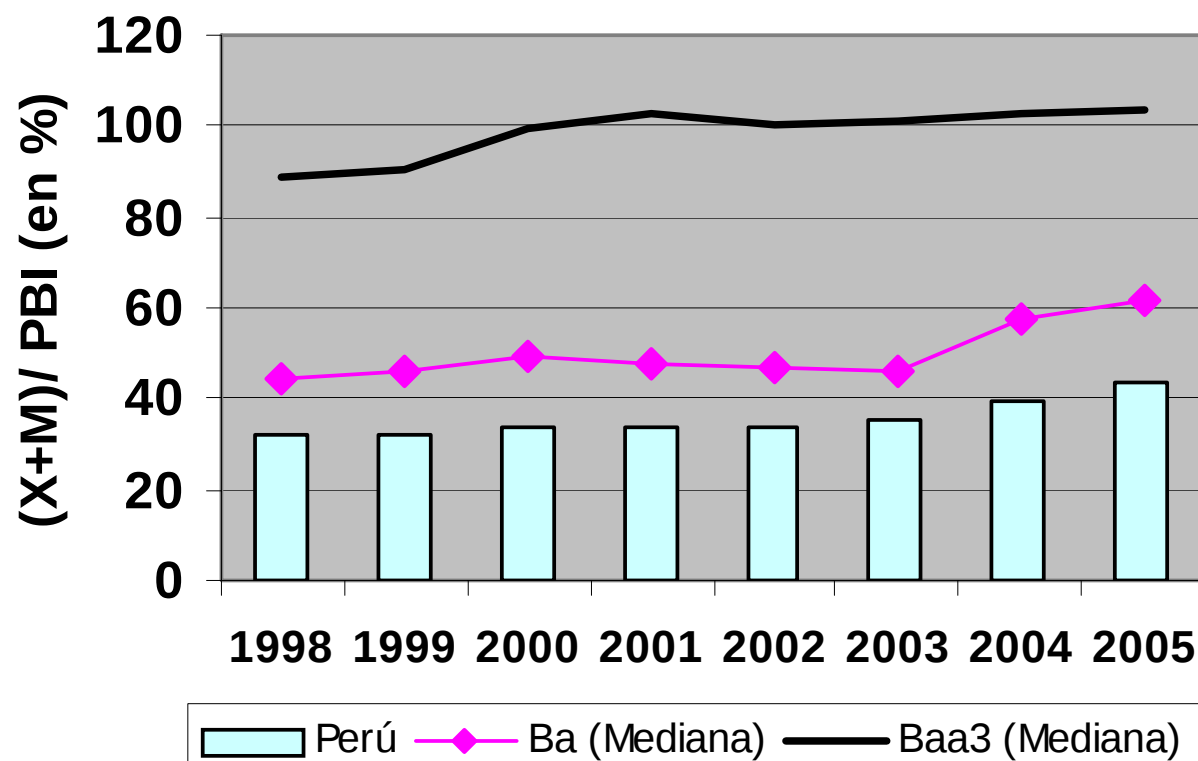


Gráfico 9
PBI per cápita



Bajo grado de apertura

Gráfico 10
Grado de Apertura de la Economía



Limitación: una estrecha base exportadora y vulnerabilidad a precios externos

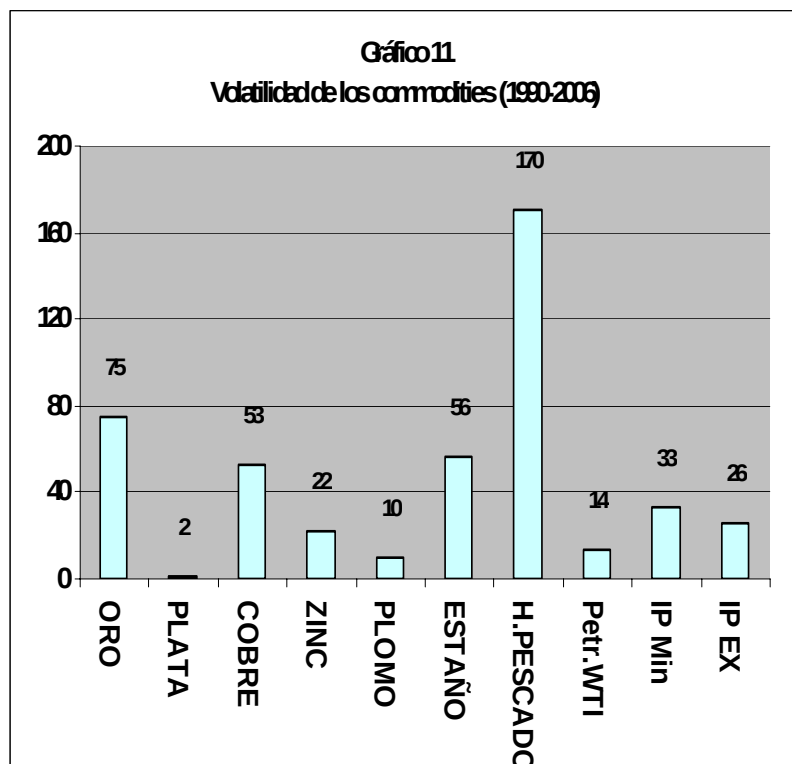
Sin embargo no todos los precios de exportación tradicional tienen una alta correlación

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

La “diversificación” de los tradicionales se refleja en la menor volatilidad de los agregados y en la importancia de sectores no tradicionales



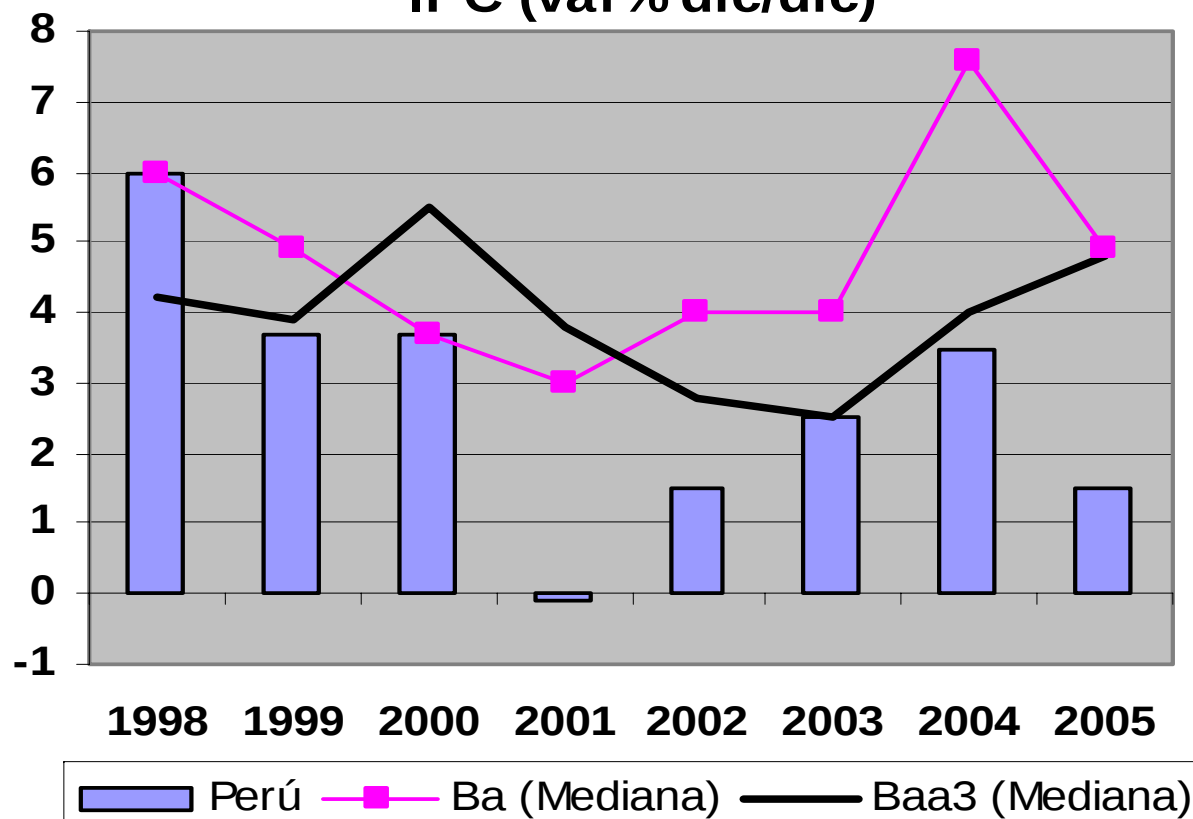
Cuadro 6

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

Gran flexibilidad monetaria

Gráfico 12
IPC (var% dic/dic)



Alta dolarización, pero reduciéndose y además alto nivel de RIN

Gráfico 13
Ratio de Dolarización

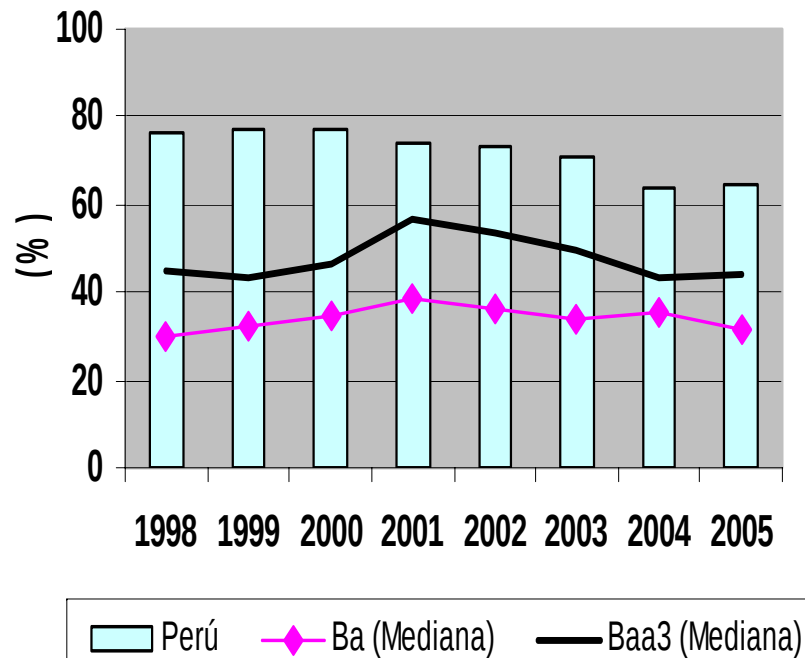
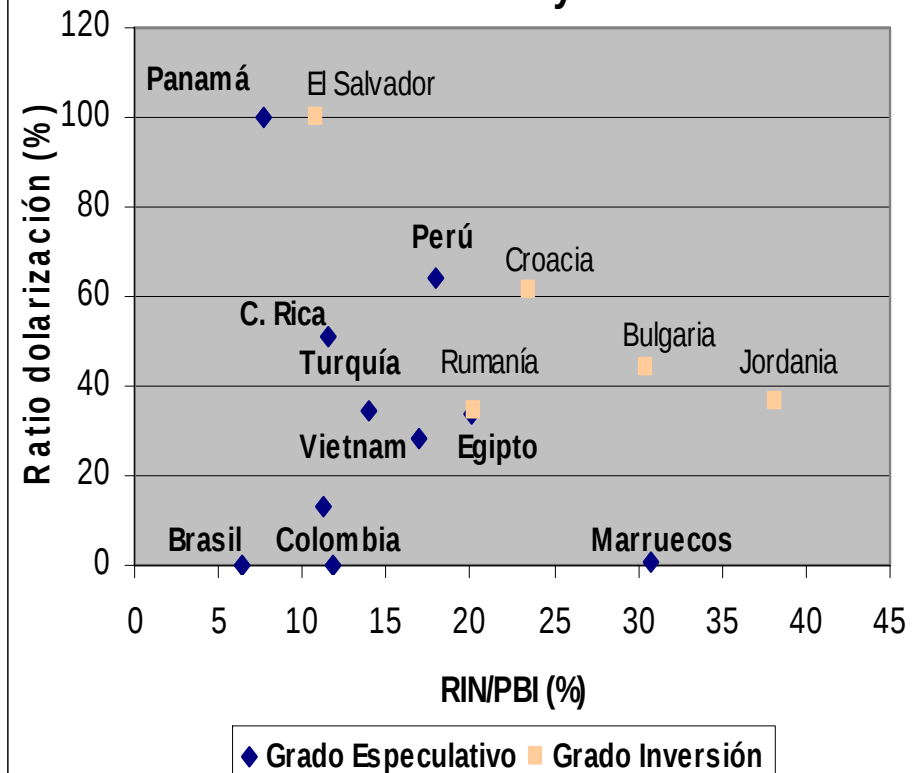
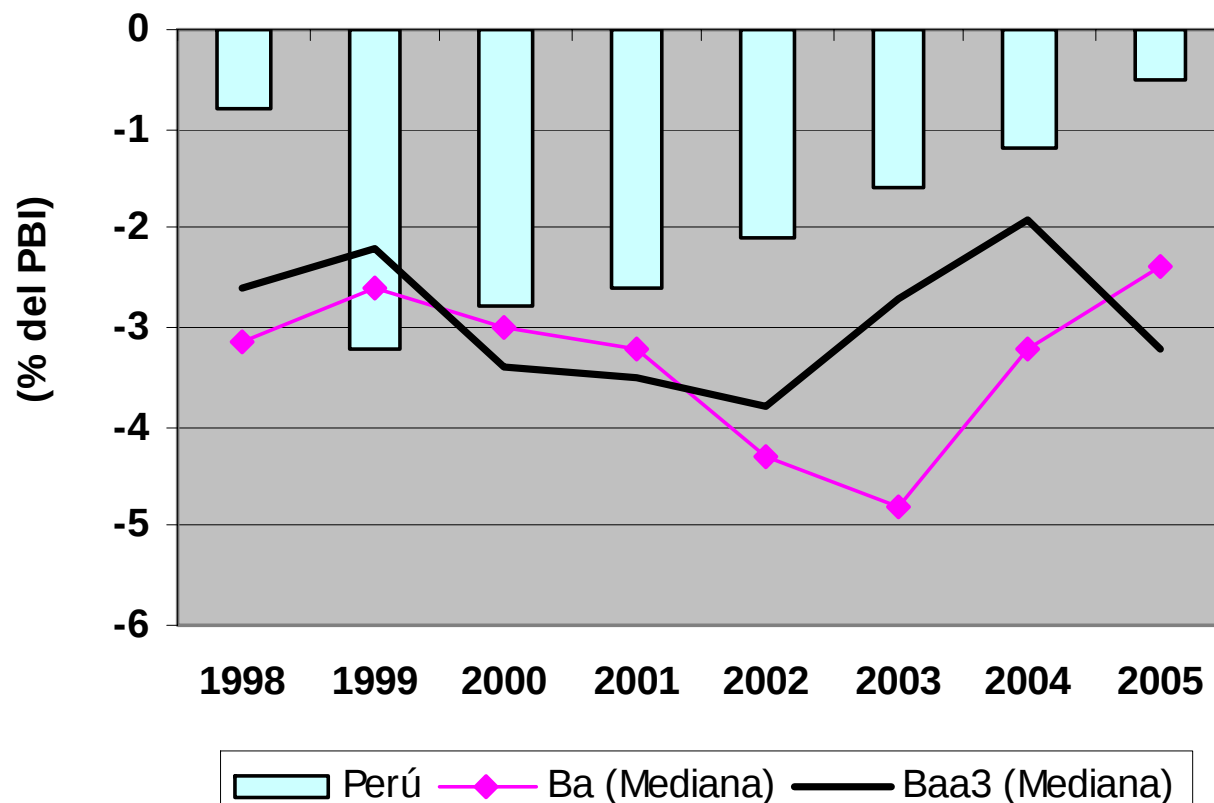


Gráfico 14
Dolarización y RIN



Flexibilidad fiscal: sólida posición fiscal global

Gráfico 15
Balance Gobierno General



Limitación: bajos ingresos y gastos

Gráfico 16
Ingresos Gobierno General / PBI

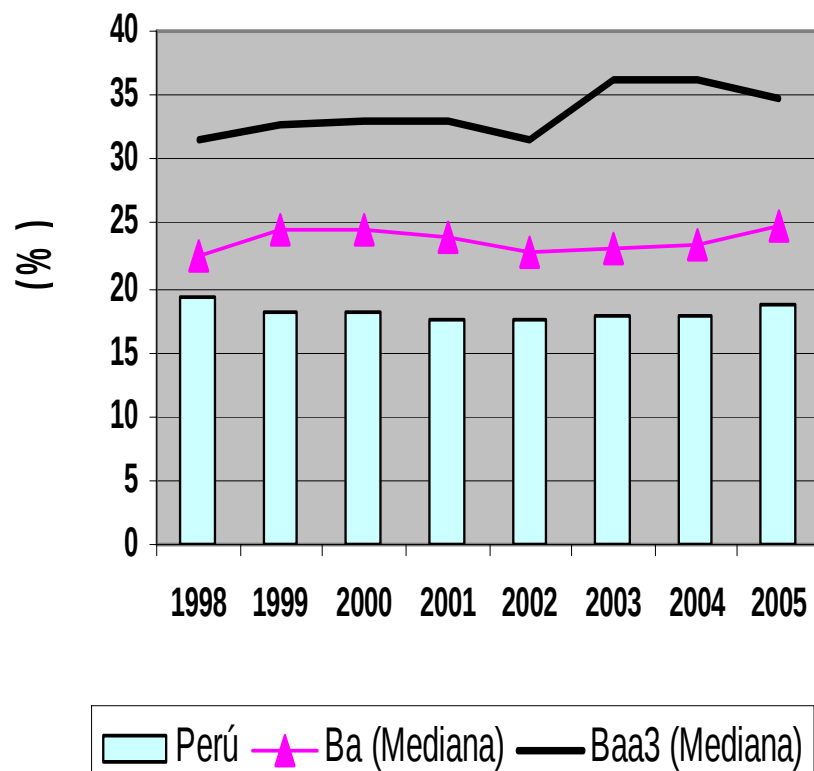
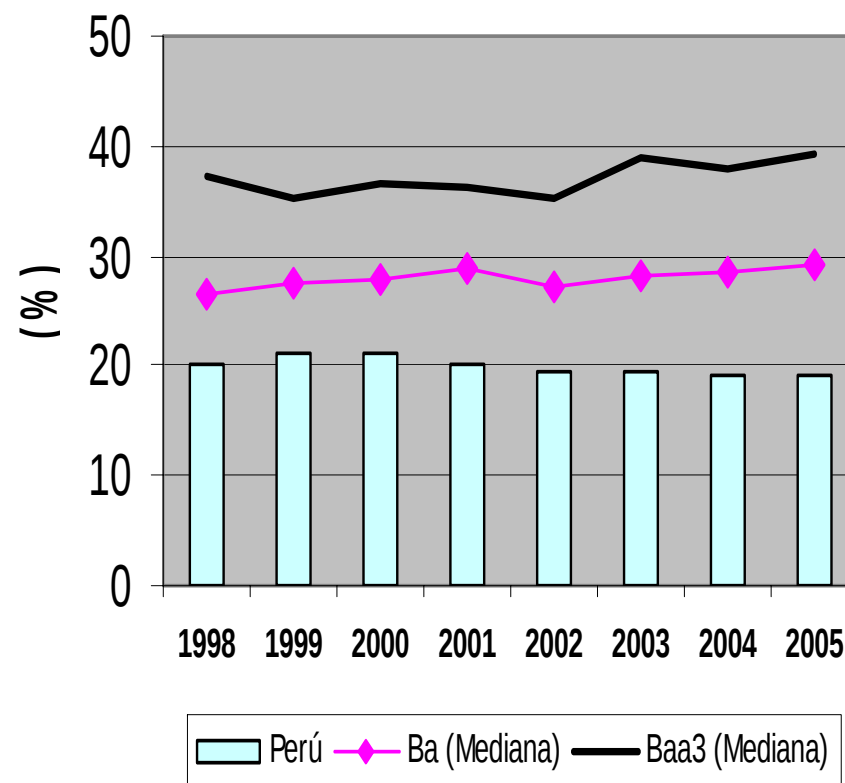


Gráfico 17
Gastos Gobierno General / PBI



Bajo peso de la deuda pública total, pero alta deuda en ME

Gráfico 18
Deuda Pública / PBI

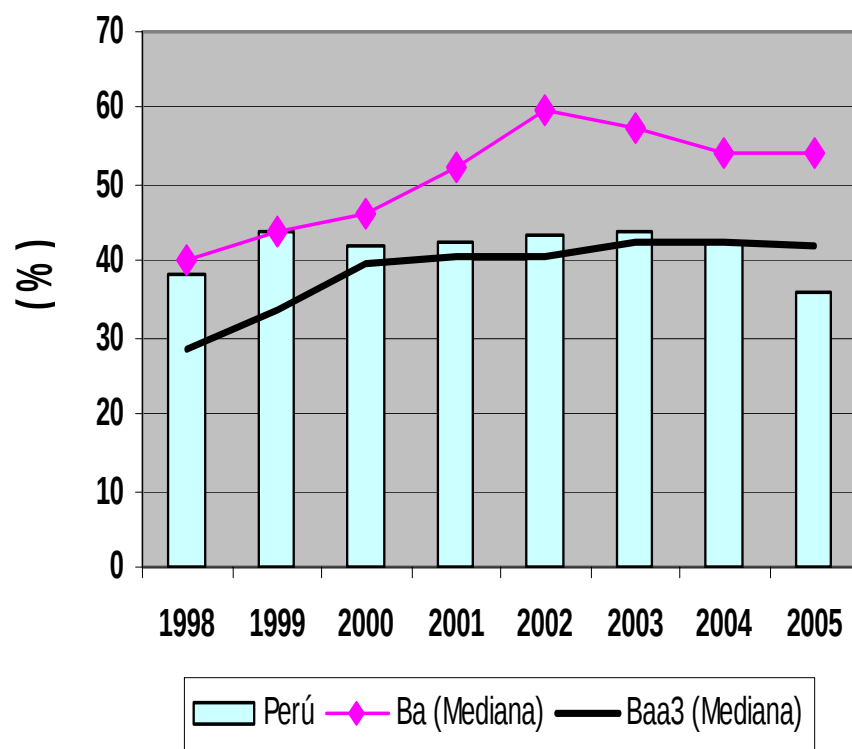
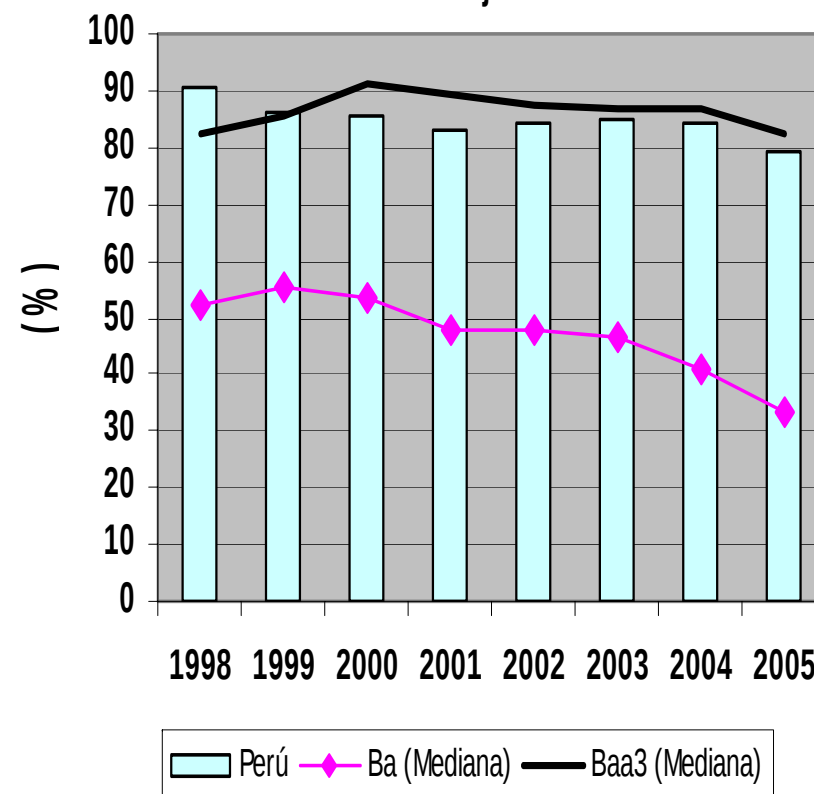
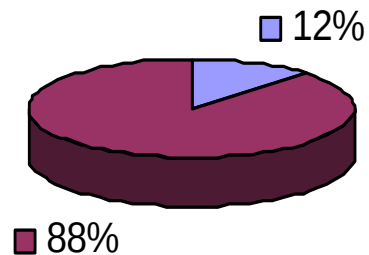


Gráfico 19
Deuda en Moneda Extranjera / Deuda Pública Total



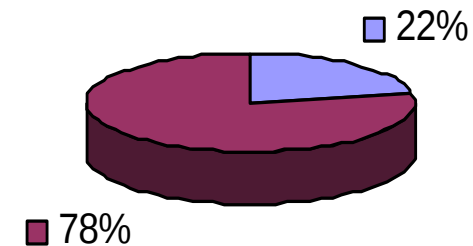
Política activa de manejo de pasivos

**Composición Deuda Pública
1999 (%)**



■ Deuda Soles
■ Deuda ME

**Composición Deuda Pública
2005 (%)**



■ Deuda Soles
■ Deuda ME

Menor vulnerabilidad externa

Gráfico 21

Deuda Externa / Ingreso de Cuenta Corriente

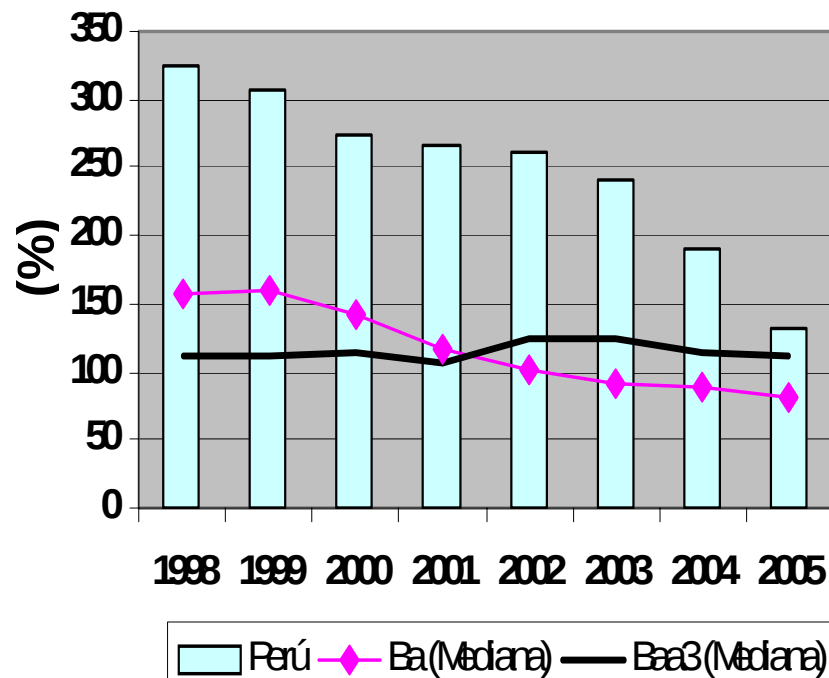
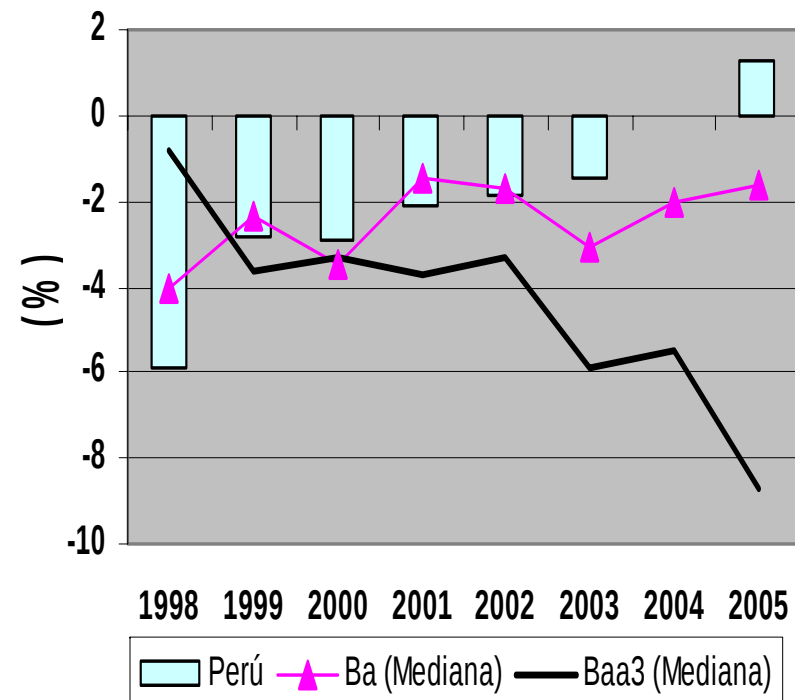


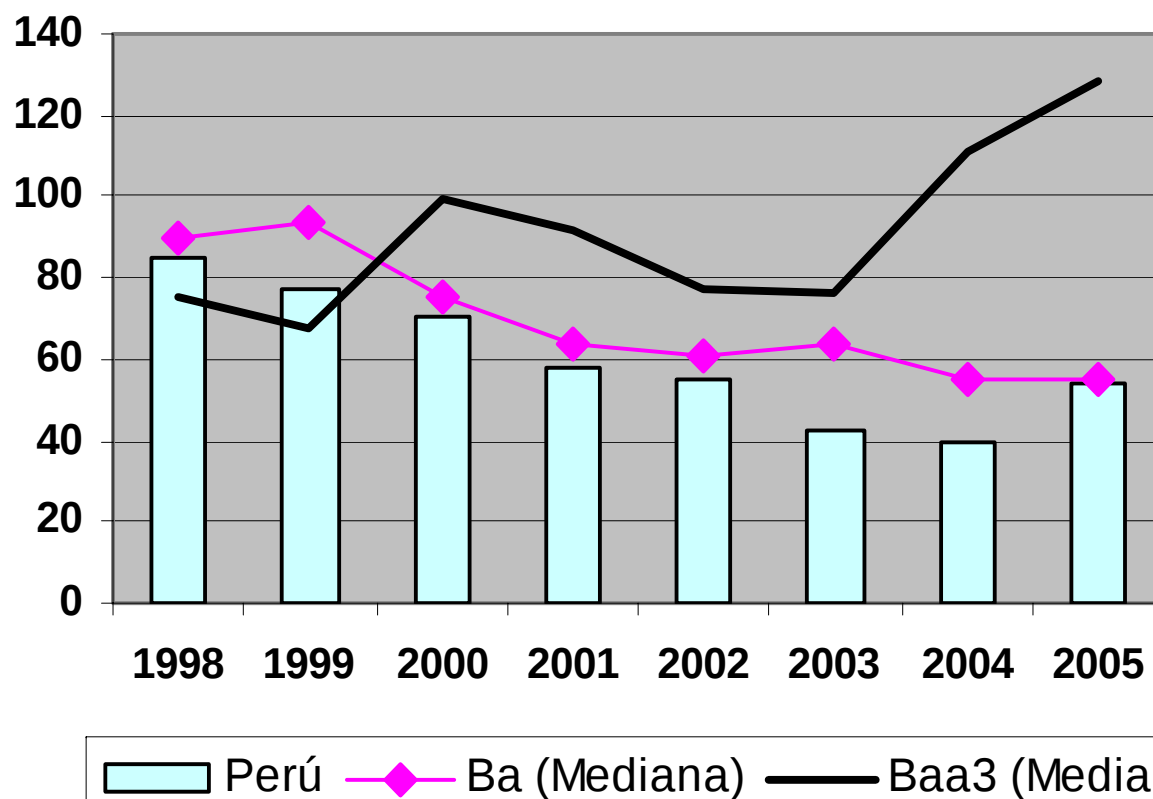
Gráfico 22

Cuenta Corriente / PBI

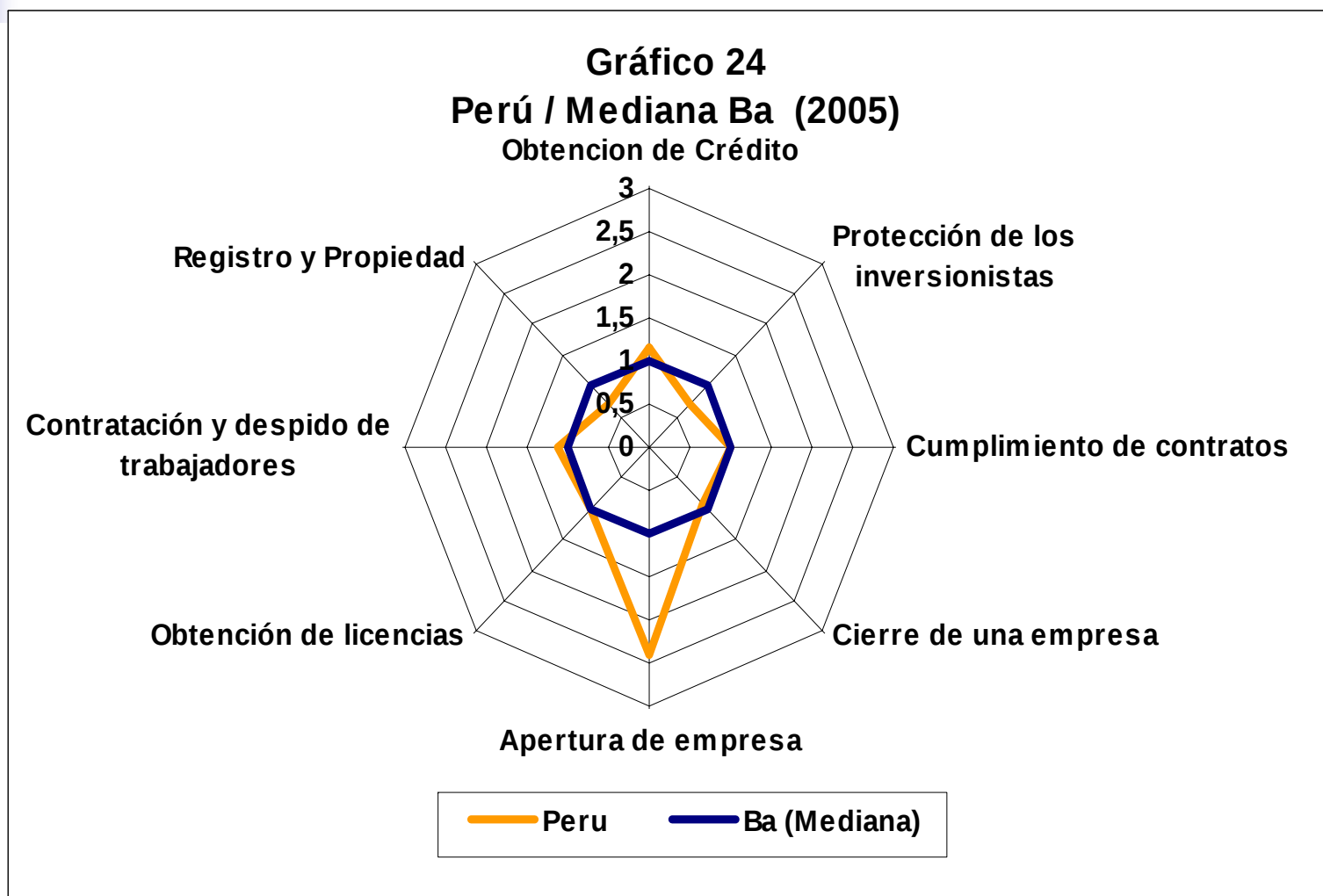


Una gran fortaleza: elevado nivel de RIN

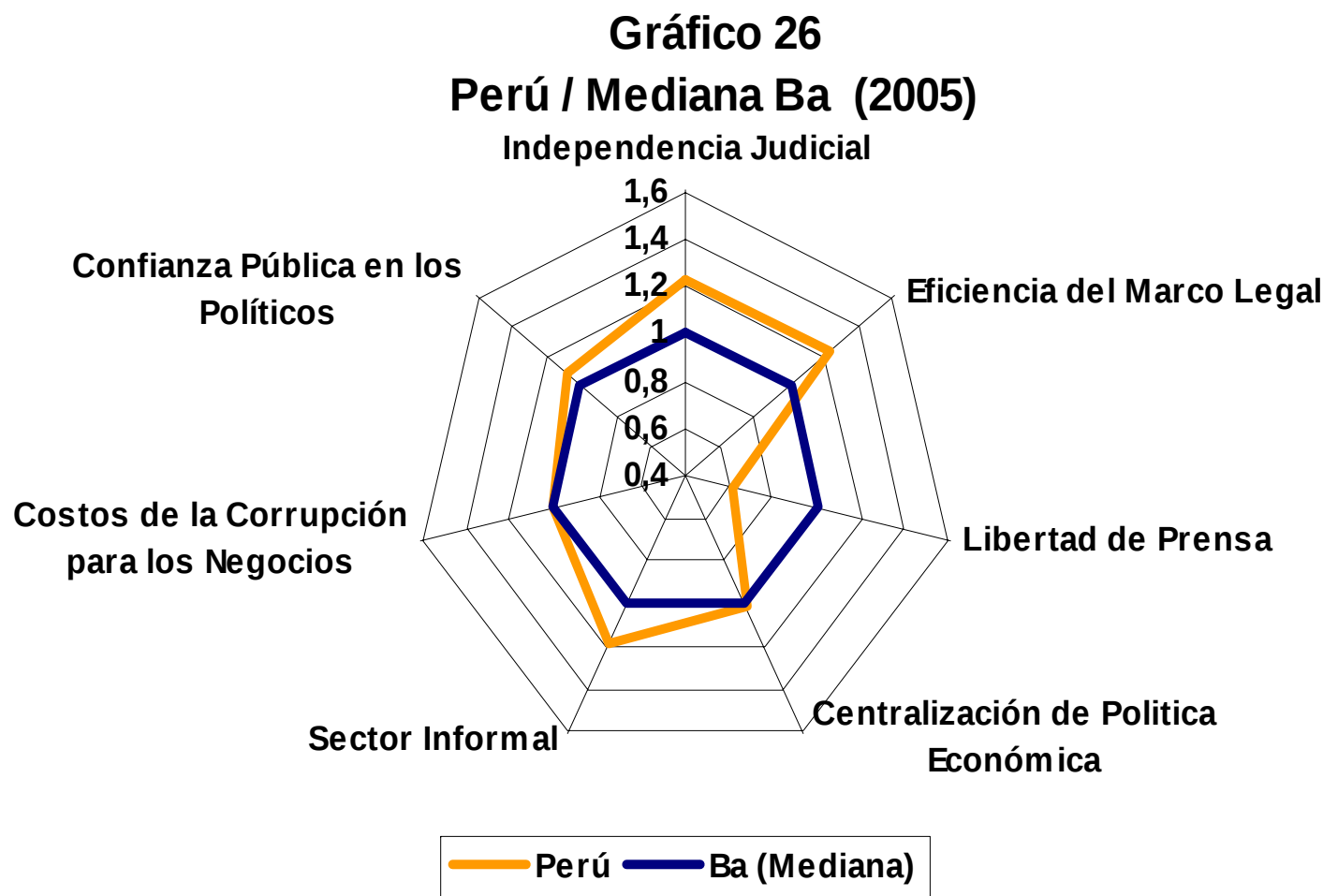
Gráfico 23
Indicador de Vulnerabilidad Externa

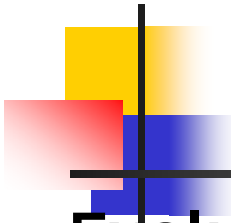


Factores institucionales: falta avanzar



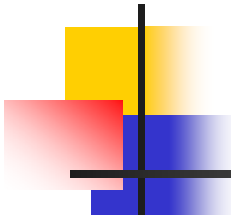
Riesgo político: trabajar por mayor gobernabilidad





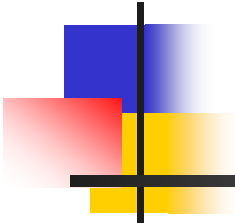
Conclusiones

- **Evolución macro positiva** en últimos años, incluso por encima de nuestros pares, en crecimiento, inflación y ratios de vulnerabilidad.
- **Vulnerabilidad por dependencia de *commodities*:** agencias no consideran la poca concentración de las Xs y la menor volatilidad relativa de los precios promedio de las categorías de Xs
- **Peso de la deuda externa:** aún elevado, pero con esfuerzos importantes del gobierno para reducirlo (manejo de pasivos para reducir riesgo cambiario, ampliar curva de rendimiento y profundizar mercado local de capitales). Ello, con esfuerzos para ampliar base tributaria y mejorar gestión del gasto redundarán en una mayor flexibilidad fiscal.
- **Alto nivel de dolarización:** la persistencia de inflaciones bajas, aunado a elevado nivel de RIN constituyen la mejor cobertura frente a este riesgo, que además viene disminuyendo



Conclusiones

- **Deficiencias institucionales y políticas:** el gobierno debe hacer reforma del poder judicial, reducir gradualmente el mercado informal y fortalecer las instituciones.
- **Avance macroeconómico reconocido en mayor medida por Fitch y luego por S&P que contrasta con el mantenimiento de la calificación por parte de Moody's** (restricciones por la carga de la deuda en ME y la dolarización, parecen haber tenido un peso extremadamente elevado frente a evolución favorable de la mayoría de indicadores macroeconómicos, cuyo progreso es innegable.
- **Es indiscutible el avance respecto a 1998**, avance que debe continuar sostenidamente para que el gobierno pueda en un plazo cercano alcanzar el grado de inversión.



PERÚ: GRADO DE INVERSIÓN, UN RETO DE CORTO PLAZO

Gladys Choy

Subgerente de Economía Internacional

XXIV Encuentro de Economistas

BCRP

13-15 Diciembre 2006