



Análisis especial: ¿Qué tan probable es una rebaja de la calificación y cuáles serían sus efectos?

- Una reducción de la calificación de riesgo que lleve a Colombia a perder su estatus de grado de inversión sería una de las repercusiones más negativas que podrían traer los choques que han ocurrido durante 2020.
- Aquí presentamos una metodología que nos permite medir el desempeño relativo que tendrá el país en los temas que guiarán las decisiones de las calificadoras en 2021: el manejo de la pandemia, la recuperación de la actividad productiva y la gestión de las finanzas públicas.
- Calculamos una probabilidad de pérdida de calificación el próximo año, de 57%. Esta cifra implica que Colombia tiene un nivel de vulnerabilidad medio entre su grupo comparable, y pone de manifiesto de forma explícita la magnitud del desafío que enfrentaremos. No obstante, y a diferencia de lo que esperan otros analistas, esta probabilidad también revela que un *downgrade* no es un evento inevitable.
- También estimamos cuál puede ser el impacto de una rebaja de la calificación en las principales clases de activos. Encontramos que en las rentabilidades de la renta fija soberana y corporativa se presentarían los mayores efectos, los cuales serían transitorios. Además, el aumento de las tasas se moderaría en valor esperado por cuenta de la probabilidad antes mencionada, así como por el hecho de que las condiciones monetarias globales continuarán siendo holgadas.
- Por su parte, la evidencia de otros países sugiere que no habría un efecto negativo de relevancia sobre la tasa de cambio o el precio de las acciones.

21 de diciembre de 2020

Investigaciones Económicas, Sectoriales y de Mercados

Director

Juan Pablo Espinosa Arango

Director

juespino@bancolombia.com.co

Analistas

Juan Camilo Meneses Cortés

Especialista Macroeconómico

juamenes@bancolombia.com.co

Juan Manuel Pacheco Pérez

Analista Internacional y de Mercados

jupachec@bancolombia.com.co

Santiago Espitia Pinzón

Analista Macroeconómico

[sespita@bancolombia.com.co](mailto:sespitia@bancolombia.com.co)

Ricardo Andrés Sandoval Carrera

Analista de Petróleo y Gas

rsandova@bancolombia.com.co

El triple choque de la pandemia implicó un revés para los esfuerzos de consolidación fiscal

• Por su parte, la evidencia de otros países sugiere que no habría un efecto negativo de relevancia sobre la tasa de cambio o el precio de las acciones. En particular, las cotizaciones de las monedas de los países afectados tienden a reaccionar en mayor proporción a los cambios en las perspectivas que al propio movimiento de la calificación. Igualmente, la experiencia de Brasil muestra que las decisiones de las agencias no tienen un efecto claro sobre las variaciones de los índices accionarios. Por el contrario, es más factible que este tenga la capacidad de anticipar un deterioro crediticio. Por lo tanto, en caso de que se diera una rebaja en la calificación, no anticipamos impactos negativos significativos o permanentes en estos mercados.

Los antecedentes

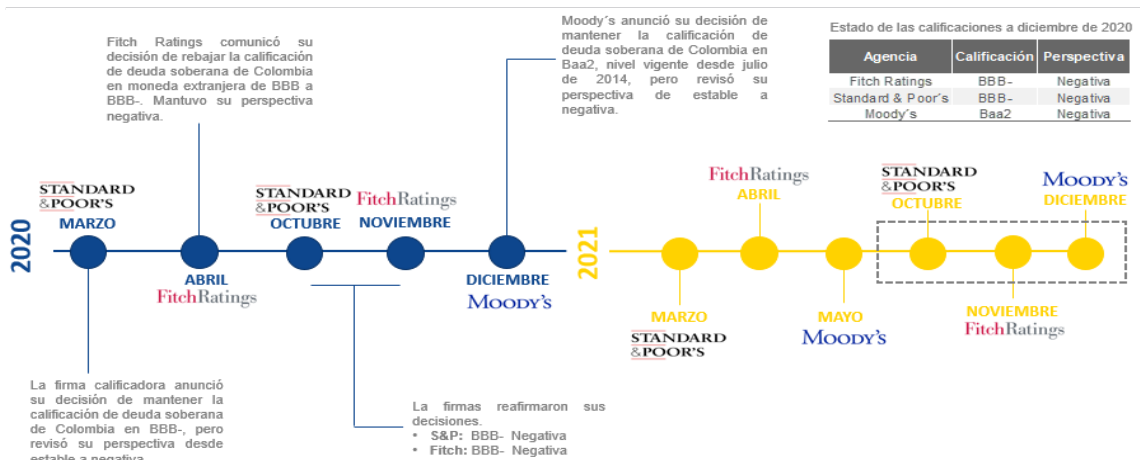
• La perspectiva fiscal de Colombia enfrentaba desafíos importantes desde antes de 2020. En efecto, el nivel de deuda bruta del Gobierno Nacional Central (GNC) creció sin interrupción desde el 34,2% del PIB en que cerró 2012 hasta el 50,3% que se registró al final del año pasado. Esta dinámica fue resultado de las implicaciones macroeconómicas y fiscales que tuvo el fin del auge minero-energético, lo que puso de manifiesto que, ante las necesidades de provisión de bienes y servicios públicos, el flujo de ingresos corrientes del GNC resultaba cada vez más insuficiente.

• El triple choque de la pandemia, la caída de los precios del petróleo y la recesión más pronunciada de la historia reciente implicó un revés para los esfuerzos de consolidación fiscal entre 2016 y 2019. Luego de tres años de ajuste en el balance de la Administración Central, el año anterior y por primera vez desde 2012 se observó un superávit primario, lo que permitía anticipar que el país se aprestaba finalmente a estabilizar el nivel de la deuda pública.

• Sin embargo, las crecientes necesidades de gasto y la caída en los ingresos tributarios y petroleros derivados de la coyuntura vivida este año han conducido a una ampliación súbita y pronunciada del déficit del Gobierno Nacional. Es así como el desbalance estimado pasó de 2,2% del PIB al principio de este año, hasta un nivel de 8,9% del PIB el mes pasado (ver gráfica 2).

• Esto equivale a un incremento del déficit cercano a los \$66 billones, una cifra completamente impensada en condiciones normales. Lo anterior ha tenido como contrapartida un aumento en el saldo de la deuda pública, desde 50,3% del PIB al cierre de 2019 hasta un valor superior al 65% del PIB previsto para el cierre de este año.

Gráfica 1. Línea de tiempo de las decisiones de las calificadoras de riesgo con respecto a Colombia



Fuente: Grupo Bancolombia, Moody's, Fitch y Standard & Poor's.

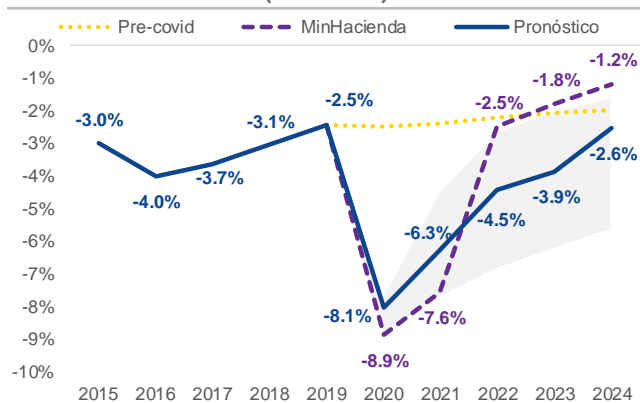
¿Cuáles serán los factores que determinarán las acciones de las agencias calificadoras en 2021?

- **A pesar de este marcado deterioro de las finanzas públicas, las agencias calificadoras han dado un compás de espera al país.** A lo largo de este año la única de las principales agencias calificadoras que redujo la calificación soberana fue Fitch, que en abril modificó la nota de BBB a BBB-. Entre tanto, S&P y Moody's mantuvieron la calificación en su nivel de BBB- y Baa2, respectivamente, aunque ajustaron la perspectiva de estable a negativa (ver gráfica 1).
- **En sus pronunciamientos recientes las calificadoras han insistido en la importancia que tendrán la recuperación económica y la consolidación fiscal en la perspectiva crediticia de Colombia en el mediano plazo.** Para ello, una vez que se supere el punto más crítico de la emergencia sanitaria es imperativo que el país avance en una agenda amplia de reformas.
- **Estas deben apuntar, de forma primordial, a fortalecer la base de ingresos tributarios para hacer frente a las necesidades de gasto que se han acentuado por cuenta de la pandemia y sus efectos socioeconómicos.** Otros frentes de reforma importantes están en el régimen pensional y el mercado laboral, así como en las políticas públicas que estimulen la productividad y el crecimiento potencial. La perspectiva de la calificación soberana el próximo año está condicionado en una buena medida en que haya pasos decididos para la aprobación e implementación de estas reformas.

Los determinantes de la calificación y la probabilidad de *downgrade* en 2021: un enfoque cuantitativo

- **Dado lo importantes que serán las decisiones de las calificadoras en las condiciones económicas de Colombia el próximo año, desarrollamos una metodología que nos permite construir una visión sistemática sobre este asunto.** Para tal efecto, tomamos como referencia los elementos centrales que tendrán en cuenta las calificadoras en medio de las condiciones sin precedentes que enfrentarán las economías emergentes en el segundo año de pandemia.
- **Según lo expresado por César Arias, director de Crédito Público y quien es el funcionario que está a cargo de la relación con las agencias calificadoras, (<https://youtu.be-ePQ1xCTSIk>) estos factores son tres:** i) la forma en la que cada país gestione la emergencia sanitaria; ii) la capacidad de recuperación de la economía después de la contracción que se presentó durante la fase de cuarentena; iii) la gestión de las finanzas públicas en la presente coyuntura.
- **Con estas consideraciones, procedimos a evaluar el desempeño de nuestro país en relación con otras economías con calificación de riesgo similar.** Cada uno de los factores se mide haciendo uso de una serie de indicadores tanto observados como proyectados para el próximo año. A continuación, agregamos estos resultados para calcular un índice que mide qué tan cerca estará un soberano a una rebaja en su calificación crediticia.

Gráfica 2. Balance del Gobierno Nacional Central (% del PIB)



Fuente: Grupo Bancolombia, MinHacienda.

Tabla 1. Índice de vulnerabilidad del rating soberano (media 50, desv. est. 10; mayor = más vulnerable)

País	Rating dic-20	2021				Total
		2020	Manejo pandemia	Repunte economía	Perspectiva fiscal	
Tailandia	BBB+	41.5	44.7	60.4	45.7	50.4
México	BBB	63.0	68.9	59.0	46.3	62.9
Panamá	BBB	52.3	69.2	42.3	51.0	56.7
Hungría	BBB	48.0	36.7	46.0	50.5	41.1
Rusia	BBB	37.2	50.7	51.0	29.3	39.8
Indonesia	BBB	37.8	45.0	31.3	41.8	33.0
India	BBB-	57.4	53.3	51.0	66.8	61.3
Colombia	BBB-	58.3	52.1	54.3	51.7	54.3
Rumania	BBB-	43.7	56.3	36.5	48.7	45.4
Croacia	BBB-	50.9	34.5	47.1	54.2	42.4
Marruecos	BB+	47.3	42.5	44.1	54.3	45.2
Azerbaijan	BB+	37.3	54.2	44.8	35.0	41.5
Sudáfrica	BB	65.0	39.7	71.5	64.8	63.9
Brasil	BB-	65.5	54.9	59.6	63.9	65.1
Turquía	B+	39.5	44.1	45.0	47.0	42.6
Ucrania	B	55.3	53.3	56.1	48.9	54.5

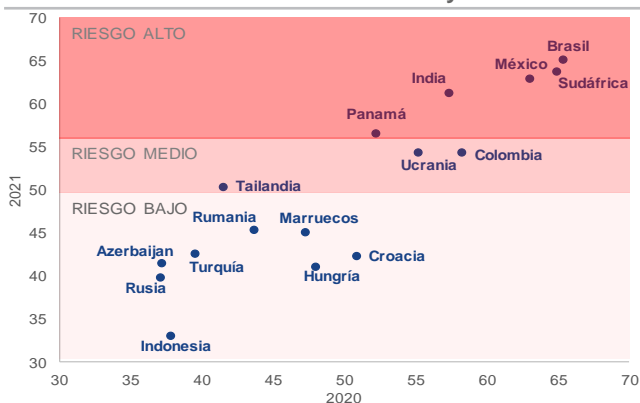
Fuente: Grupo Bancolombia, FMI, IFF, Johns Hopkins University, Oxford, Bloomberg Economics.

¿Cuáles serán los factores que determinarán las acciones de las agencias calificadoras en 2021?

- Específicamente, para evaluar la gestión de la pandemia consideramos el índice de desarrollo humano, los fallecimientos por covid-19 por millón de habitantes, el coeficiente de fallecimientos a casos, la variación de la movilidad, los índices de respuesta gubernamental y de rigurosidad en las medidas de contención.
- En el caso de la recuperación económica, evaluamos el crecimiento del PIB, el ingreso real por habitante, la tasa de inversión, el desempleo y el balance en cuenta corriente. Por último, en el frente fiscal tuvimos en cuenta el balance de las administraciones centrales y el saldo de su deuda, ambas como porcentaje del PIB.
- Para hacer comparables los datos de cada país y entre los diferentes indicadores, procedimos a ajustar los resultados y agregarlos en cada factor, de modo que obtenemos un índice con media de 50 y desviación estándar de 10. El valor del índice de cada factor expone la posición del país frente al grupo comparable.
- **Luego, el promedio aritmético de los tres factores es el que denominamos el índice de vulnerabilidad a deterioro en la calificación crediticia.** De acuerdo con lo que mencionamos, aquellos países que presentan un mayor valor de este indicador y están más alejados hacia arriba de 50 tienen asociado un riesgo más alto, y lo contrario es cierto para los valores bajos.

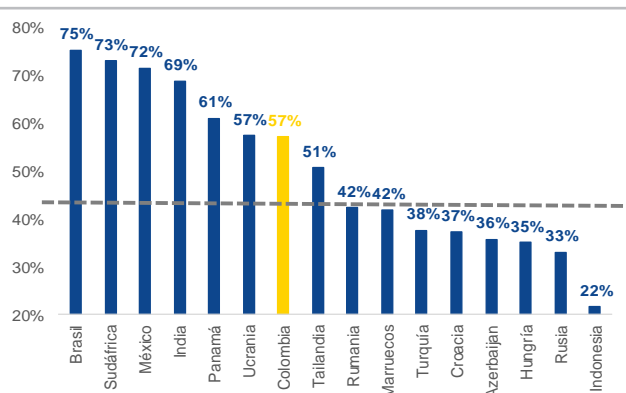
- **Los resultados del índice, que se resumen en la tabla 1, revelan una alta disparidad en el desempeño para 2020.** Así, los países que muestran para este año un marcado deterioro son Brasil, Sudáfrica y México. Por el contrario, los valores más bajos corresponden a Rusia, Azerbaiyán e Indonesia. En este año Colombia se ubica en 58.3, nivel que revela una afectación agregada superior al de la tendencia en el grupo analizado.
- **Pese a que el valor del índice proyectado para 2021 sugiere que nuestro país experimentaría una leve mejoría, continuaría comparándose desfavorablemente frente a la media del grupo.** El 54.3 que calculamos para Colombia el próximo año pone de manifiesto que se esperan mejoras en el frente de salud y fiscal, pero que en comparación con los demás países el cambio de tendencia de la actividad económica no será tan favorable.
- **La gráfica 3 compila los resultados del indicador agregado de vulnerabilidad para este y el próximo año.** En función de los valores del indicador en el periodo analizado, agrupamos los países de la muestra en función del nivel de riesgo que tendrá su calificación soberana. Se aprecia que Colombia, junto con Ucrania y Tailandia, corresponden al grupo de riesgo medio, ya que sus métricas son menos favorables que la media pero no se alejan significativamente de ella. Este es un caso distinto del de Brasil, México y Panamá, en donde la vulnerabilidad remanente en 2021 será notoria.

Gráfica 3. Índice de vulnerabilidad de la calificación crediticia soberana en 2020 y 2021



Fuente: Grupo Bancolombia, FMI, IFF, Johns Hopkins University, Oxford, Bloomberg Economics.

Gráfica 4. Probabilidad estimada de una rebaja en la calificación crediticia soberana en 2021

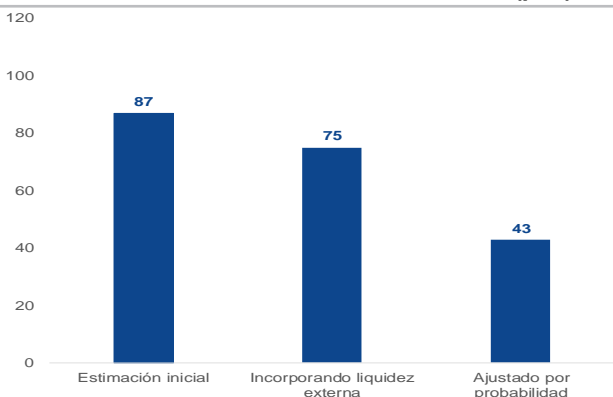


Fuente: Grupo Bancolombia, FMI, IFF, Johns Hopkins University, Oxford, Bloomberg Economics.

Los efectos sobre la renta fija serían transitorios, y su impacto se amortiguaría con la liquidez global

- Con el fin de interpretar los resultados antes descritos de una manera más intuitiva, procedimos a reexpresarlos en términos de la probabilidad de tener una rebaja en la calificación soberana. Para esto, se consideró el puntaje de vulnerabilidad de cada país y se definió una escala en donde un desvío de 3 desviaciones estándar o más por arriba de la media (puntaje 80 o más) estaría asociado a una probabilidad de cambio en la calificación de 100%, ya que denotaría un deterioro relativo de las variables clave que debería conllevar a un cambio a la baja en la calificación. Por el contrario, el caso de 3 o más desviaciones estándar por debajo de la media (puntaje 20 o menos) está asociado a una probabilidad de 0%, dada una relevante solidez macroeconómica del emisor. A lo largo de esa escala, el resto de las probabilidades relativas se asignan con una asociación lineal.
- Como se aprecia en la gráfica 4, Colombia presenta una probabilidad de reducción en su calificación durante el próximo año de 57%. Se trata de un valor similar al que obtendrían los países que están en la categoría de riesgo medio, y es menor que la resultante para aquellas economías de la región más vulnerables (Brasil, México y Panamá). Por el contrario, todos los que corresponden al grupo de riesgo bajo son considerados, a la luz de las probabilidades calculadas, como países que posiblemente mantendrán su calificación soberana inalterada en 2021.

Gráfica 5. Impacto esperado de un *downgrade* sobre las rentabilidades de la deuda soberana (pbs)

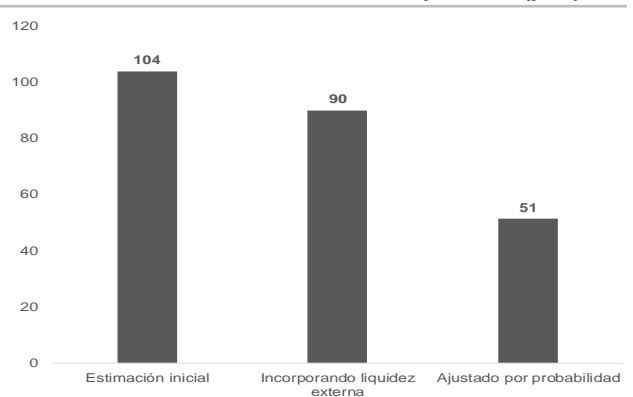


Fuente: Grupo Bancolombia, Reikon Reuters.

Efecto de una rebaja en la calificación en la renta fija

- Como resulta razonable suponer, la deuda sería el tipo de instrumento financiero que tendría un mayor impacto por cuenta de una eventual reducción en la calificación soberana. Lo anterior se deriva del hecho de que uno de los componentes más importantes de la tasa de descuento de estos activos es el riesgo crediticio percibido por los inversionistas. Así, un nivel superior de riesgo suele venir acompañado de un aumento en la prima exigida por los tenedores de deuda, lo que conduce a desvalorizaciones de estos instrumentos.
- También es importante tener en cuenta que el efecto no se limita a los papeles del gobierno. Esto se debe a que la curva de rendimientos gubernamental tanto en moneda extranjera como local es el referente del costo de financiamiento base para el resto de agentes económicos. Por tanto, una ampliación de estas curvas conlleva a un deterioro en las condiciones de fondeo para estos. A esto se suma que la calificación soberana suele operar como el techo de las notas crediticias para el resto de emisores del respectivo país. Por lo tanto, una rebaja de la Nación se extendería a otros agentes que también podrían perder el estatus de grado de inversión.
- Sin embargo, la relación empírica entre rebajas en la calificación y precios de los activos de renta fija no es tan clara como lo que sugiere la intuición. En efecto, los estudios que se han hecho al respecto han encontrado que tal relación no es unívoca.

Gráfica 6. Impacto esperado de un *downgrade* sobre las rentabilidades de la deuda corporativa (pbs)

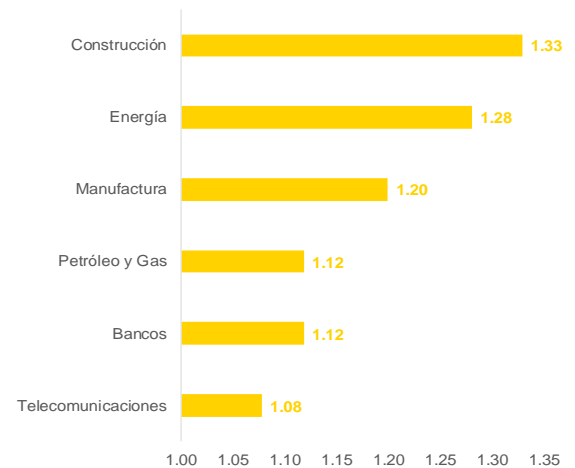


Fuente: Grupo Bancolombia, Reikon Reuters.

El alza promedio espera en las tasas de los TES sería cercana a los 43 pbs

- **Por ejemplo, se ha encontrado que el impacto de los ajustes en la calificación es distinto a los cambios en la perspectiva, y que la reacción es asimétrica frente a la dirección de estas modificaciones.** Incluso se ha determinado que las repercusiones dependen también de la agencia que emita la calificación. En cualquier caso, estos estudios coinciden en concluir que la naturaleza del efecto es transitoria. Esto quiere decir que una rebaja en la calificación del país no tendría que generar un aumento permanente en el costo de acceso al capital para el sector productivo y los hogares colombianos.
- **¿A cuánto podría entonces ascender el aumento transitorio de las tasas de deuda como resultado de un *downgrade*?** Si tomamos como referencia los hallazgos de los estudios sobre episodios similares en el ámbito emergente, calculamos que las rentabilidades de los títulos de deuda pública más líquidos podrían incrementarse en un rango entre 16 y 200 pbs, con un valor promedio de 87 pbs.
- **Sin embargo, esta estimación inicial debe ajustarse a la baja por dos factores.** El primero son las condiciones financieras globales, que se han relajado sustancialmente durante este año para mitigar las afectaciones económicas del covid-19. La mayor parte de los agentes de mercado prevé que estas condiciones holgadas prevalecerán por un tiempo prolongado, de modo que es de esperar que la búsqueda por rentabilidades continúe hacia adelante. De esta forma, por cuenta de lo anterior el alza promedio se reduciría a 75 pbs.
- **En segundo lugar, la estimación debe incorporar la probabilidad de rebaja que calculamos en la sección anterior.** Si multiplicamos el alza promedio de las tasas de los TES por la probabilidad de rebaja de 57% para 2021, llegamos a un incremento esperado de las tasas de 43 pbs (ver gráfica 5). Esto quiere decir que, en efecto, el impacto final de una rebaja de la calificación soberana sería casi la mitad del calculado inicialmente, y su magnitud sería mucho más moderada que los aumentos observados en episodios de estrés en años recientes.

Gráfica 7. Sensibilidades de las tasas de deuda corporativa por sector económico



Fuente: Grupo Bancolombia, Reikon Reuters, Bevilaqua, J. Hale, G. Tallman.

La sensibilidad en el sector corporativa depende del sector al que pertenece cada emisor

- **¿Qué ocurriría con la deuda corporativa?** Aplicando los resultados de estudios relevantes sobre el tema, podemos anticipar que una rebaja en la calificación soberana también conduciría a un incremento transitorio de las tasas de rentabilidad, aunque el movimiento sería más que proporcional al de la deuda pública.

- **En concreto, las tasas corporativas se incrementan en promedio 20% más de lo que se mueven las tasas soberanas.** De este modo, el rango de aumento estaría entre 20 y 320 pbs, con un valor promedio de 104 pbs. En este caso, la estimación también debe ajustarse por la expectativa de condiciones globales holgadas y la probabilidad de *downgrade*. Así las cosas, el incremento esperado de las tasas corporativas se reduciría a 51 pbs (ver gráfica 6).

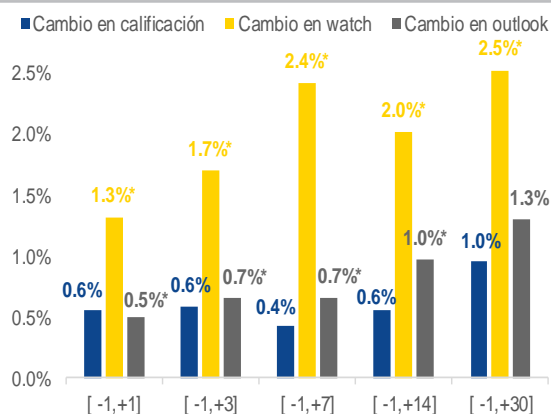
- **El impacto sería diferente según el sector productivo.** Un hallazgo interesante de los análisis empíricos es que, si bien la deuda corporativa reacciona más que proporcionalmente a los cambios en la calificación soberana, la sensibilidad cambia de acuerdo con el sector al que pertenece cada emisor.

- Como se observa en la gráfica 7, se ha encontrado que el impacto es mayor en las compañías de construcción y energía, en donde las tasas se incrementarían 33% y 28% más que las soberanas, respectivamente. Por su parte, habría incrementos adicionales de 8% y 12% en los sectores de telecomunicaciones, financiero y petróleo y gas. Como se aprecia, estas sensibilidades difieren del comportamiento cíclico que usualmente exhiben los sectores productivos en sus dinámicas de negocio.

¿Una eventual rebaja de la calificación conduciría a una devaluación de nuestra moneda?

- **Los análisis empíricos revelan que los cambios sobre algunos elementos de la calificación soberana condicionan el desempeño de la moneda del país objeto del ajuste.** De forma similar a lo que mencionamos en la renta fija, la relación entre cambios a los ratings gubernamentales y depreciación de la tasa de cambio tiene muchos matices.

Gráfica 8. Impacto de las decisiones de S&P sobre la tasa de cambio de países analizados (var. %)



Fuente: Grupo Bancolombia, Alsakka, R, Gwilym, O, Reikon Reuters.

En el mercado cambiario el efecto de las rebajas en la calificación soberana no es claro

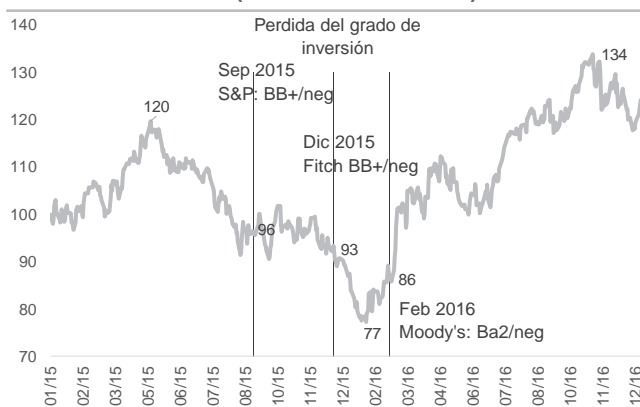
- Entre ellos está que el impacto es función del nivel inicial de la calificación, de la agencia que toma la decisión, de si el ajuste ocurre en condiciones normales o bajo una crisis, y si la decisión de la calificadora es un ajuste de la calificación, la perspectiva o el *watch* (1). Este último se refiere a la alerta que emite una agencia, la cual denota una alta probabilidad de ajuste en la nota en el corto plazo. Además, al igual que con los papeles de deuda, las afectaciones en el mercado cambiario son transitorias.

- En línea con lo anterior, creemos que los movimientos más significativos del peso frente al dólar por cuenta de las decisiones de las calificadoras ya tuvieron lugar este año.** De acuerdo con la literatura, en el lapso transcurrido entre un día antes y un mes después de los anuncios de las agencias calificadoras la moneda presenta una variación de entre 0,5% y 2,5%. Vale la pena mencionar que, para el caso de S&P (ver gráfica 8), es el ajuste en el *watch* lo que genera las mayores reacciones de la tasa de cambio, mientras que el cambio efectivo de la calificación es la decisión que menores consecuencias acarrea.

- Los movimientos del USDCOP ante las determinaciones de S&P y Fitch en el momento más álgido de esta coyuntura estuvieron dentro del rango mencionado.** En efecto, cuando en meses anteriores dichas agencias ajustaron la perspectiva de estable a negativa, el peso se debilitó frente al dólar en 0,77% y 1,76%, respectivamente.

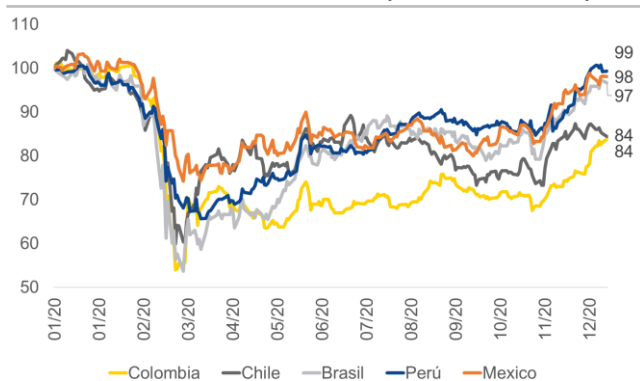
- Si el próximo año se redujese la calificación del país, estimamos que la depreciación esperada de la tasa de cambio durante el mes posterior al anuncio sería de entre 0,82% y 1,3%.** Además, con base en los análisis que referenciamos consideramos que el grueso de esta variación se daría en los 7 días posteriores al anuncio. Se trataría, por lo tanto, de un impacto de magnitud moderada en comparación con las variaciones que ha presentado el USDCOP durante los episodios más críticos de este año.

Gráfica 9. Evolución del índice Bovespa durante 2015 y 2016 (enero de 2015 = 100)



Fuente: Grupo Bancolombia, Reikon Reuters.

Gráfica 10. Principales índices accionarios de América Latina en lo corrido de 2020 (enero 2020 = 100)



Fuente: Grupo Bancolombia, Reikon Reuters.

Episodios similares sugieren que las acciones no se afectarían significativamente

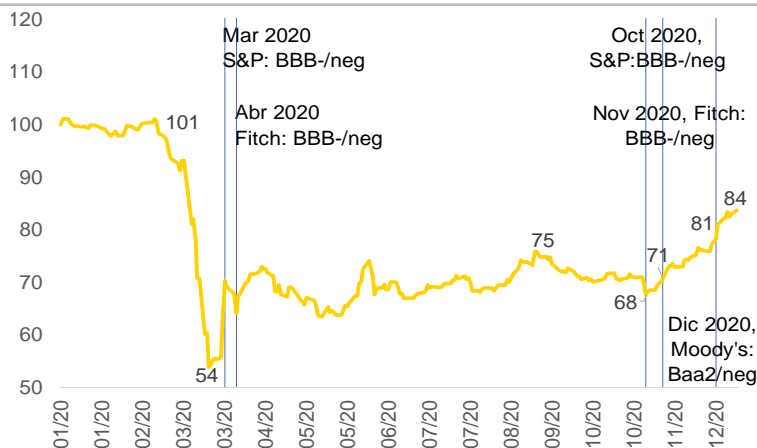
Efecto de una rebaja en la calificación en el mercado bursátil

- **¿Qué dicen los estudios frente a la relación entre los cambios en la calificación soberana y los índices bursátiles?** En general, los análisis empíricos han encontrado que existe un impacto y que en general es asimétrico, siendo los episodios de rebaja más significativos para el mercado accionario. No obstante, el caso de economías de la región que han experimentado rebajas de calificación en los últimos años pone en duda la robustez de este vínculo.
- **En Brasil, las degradaciones de la calificación soberana no estuvieron sincronizadas con las tendencias del índice Bovespa.** Como se ilustra en la gráfica 9, las acciones brasileñas mostraron una marcada desvalorización antes de la reducción de la calificación por parte de S&P a BB+ en septiembre de 2015. Al conocerse tres meses después la noticia de la rebaja efectuada por Fitch las acciones continuaron su descenso, cayendo un 23% frente a los niveles de inicio de año. Luego de ello, los precios experimentaron una recuperación acelerada, de modo que durante el año siguiente no solo revirtieron las caídas del año previo, sino que terminaron en niveles superiores.

- **Consideramos que el mercado accionario colombiano está incorporando expectativas económicas negativas.** En efecto, vale la pena recordar que el inicio de la pandemia afectó de manera importante las acciones a nivel mundial. En América Latina se observaron caídas hasta del 46% del valor con el cual iniciaron los índices el 2020.

- **No obstante, la recuperación reciente ha sido importante, salvo en Chile y Colombia. Mientras que Brasil, Perú y México no pierden más del 3% frente a inicios 2020, Chile y Colombia presentan un retroceso del 16%.** En el caso chileno hay una incertidumbre importante sobre la discusión de la nueva constitución. Ya que en nuestro país un cambio de esa naturaleza es improbable, creemos que una parte del descuento de la renta variable refleja la posibilidad de que haya una reducción de la calificación soberana. Por ello, consideramos que una eventual materialización de este hecho no generaría una afectación adicional pronunciada de los precios.

Gráfica 11. Desempeño del Colcap y decisiones de las calificadoras durante 2020 (enero 2020 = 100)



Fuente: Grupo Bancolombia, Reikon Reuters.

Una degradación del rating soberano no implica un escenario catastrófico para los activos locales

Conclusiones

- **Pese a que es factible, una rebaja de la calificación soberana en 2021 está lejos de ser un hecho inevitable.** Como lo mostramos en este reporte, al revisar en detalle los determinantes que guiarán las decisiones de las calificadoras en el año que está por comenzar, encontramos que Colombia exhibirá un nivel de riesgo medio frente a sus pares. Esto se relaciona con una probabilidad de recorte del rating de 57%. La cifra refleja con claridad la magnitud de los retos que enfrentaremos. Sin embargo, también evidencia que el país no solo mejorará en 2021 en algunos frentes, sino que también tiene un espacio para adoptar las acciones que mantengan la credibilidad de los agentes económicos en el manejo económico del país.
- **Además, no creemos que una eventual degradación de la nota de la Nación representaría un escenario catastrófico para los activos financieros.** Pese a que esta conclusión puede sonar paradójica, es importante tener en cuenta que las reducciones de la calificación soberana no suelen ser eventos sorpresivos. Por el contrario, en la mayoría de los casos ocurren durante o al final de procesos de deterioro económico que son anticipados por los agentes de mercado, y que vienen precedidos de señales previas como los cambios de perspectiva o los *negative watch*. En ese orden de ideas, una porción del castigo que han sufrido los activos locales durante este año puede ser explicada por la expectativa de que la calificación se degrade.
- **Asimismo, el impacto de las decisiones de las calificadoras depende del contexto en el que se producen.** Las amplias condiciones de liquidez y las bajas tasas de interés que prevalecerán en el mundo después de pandemia contribuirán de forma decidida a reducir la importancia de los riesgos idiosincráticos para los inversionistas extranjeros. Esto se debe a que en este contexto prevalecerá la búsqueda por rentabilidad en las principales clases de activo a nivel global, incluyendo los mercados emergentes. Por consiguiente, la ocurrencia de tal evento no tendría un impacto adicional significativo en los mercados financieros.
- **No obstante, una reducción de la calificación que lleve al país al grado especulativo es una perspectiva que nuestro país debe evitar.** La propia experiencia de Colombia a comienzos de este siglo demuestra que recuperar un perfil crediticio sólido es un proceso complejo y que demanda grandes esfuerzos. Igualmente, durante los últimos años se ha visto que el mantenimiento del grado de inversión opera como un mecanismo que posibilita adoptar decisiones de política responsables, las cuales serían mucho más difíciles de sacar adelante si se perdiera ese estatus. Es por eso que consideramos que la calificación soberana actual debe ser un elemento imprescindible del camino de recuperación que esperamos recorra Colombia en los próximos años.

Referencias

Impacto en deuda pública:

- Bevilaqua, J. Hale, G. Tallman, E. (2020). "Corporate yields and sovereign yields". *Journal of International Economics*, núm. 124. .
- Bevilaqua, J. Hale, G. Tallman, E. (2020). "Corporate Yields: Effect of Credit Ratings and Sovereign Yields". *AEA Papers and Proceedings*, núm 110. 499-503.
- Kenourgios, D. Umar, Z. Lemonidi, P. (2020). "On the effect of credit rating announcements on sovereign bonds: International evidence". *International Economics*, núm. 163, págs. 58-71.
- Bustillo, I. Perrotti, D. Velloso, H. (2018). "Sovereign credit ratings in Latin America and the Caribbean. Trends and impact on debt spreads". *ECLAC. Studies and Perspectives*, núm 18.
- Durbin, E. Ng, D. (2005) "The sovereign ceiling and emerging market corporate bond spreads". *Journal of International Money and Finance*, núm. 24, págs. 631-649.
- Borensztein, E. Cowan, K. Valenzuela, P. (2013) "Sovereign ceilings "lite"? The impact of sovereign ratings on corporate ratings". *Journal of Banking & Finance*, núm. 13, págs. 4014-4024.

Impacto en tasa de cambio:

- Alsakka, R. Gwilym, O. (2011). "Rating Agencies Signals During the European Sovereign Debt Crisis: Market Impact and Spillovers". *Journal of Economic Behavior and Organization*, núm.85, págs. 144-162.
- Brooks, R. Faff, R. Hillier, D. Hillier, J. (2004) "The national market impact of sovereign rating changes". *Journal of Banking & Finance*, núm.28, págs. 233-250.
- Alsakka, R. Gwilym, O. (2012). "Foreign exchange market reactions to sovereign credit news". *Journal of International Money and Finance*, núm.31, págs. 845-864.

Dirección de Investigaciones Económicas, Sectoriales y de Mercado

Juan Pablo Espinosa Arango
Director
juespino@bancolombia.com.co

Investigaciones Económicas

Arturo Yesid González Peña
Especialista Cuantitativo
arygonza@bancolombia.com.co

Juan Camilo Meneses Cortes
Especialista Macroeconómico
juamenes@bancolombia.com.co

Juan Manuel Pacheco Pérez
Analista de Mercados
jupachec@bancolombia.com.co

Santiago Espitia Pinzón
Analista Macroeconómico
sespitia@bancolombia.com.co

Bryan Hurtado Campuzano
Analista Internacional
brhurtad@bancolombia.com.co

Deiby Alejandro Rojas Cano
Analista Macrosectorial
deirojas@bancolombia.com.co

Laura Natalia Capacho Camacho
Estudiante en Práctica
lcapacho@bancolombia.com.co

Investigaciones Sectoriales

Jhon Fredy Escobar Posada
Gerente Sectorial de Agroindustria
jhescoba@bancolombia.com.co

Nicolás Pineda Bernal
Gerente Sectorial de Comercio
nipineda@bancolombia.com.co

Juan Sebastián Neira Orozco
Analista Sectorial de Comercio
juneira@bancolombia.com.co

Paolo Betancur Montoya
Analista Sectorial de Agroindustria
pabetanc@bancolombia.com.co

Valentina Gómez Garzón
Analista Sectorial de Comercio
valgomez@bancolombia.com.co

Javier David Villegas Restrepo
Analista de Inmobiliario y Hotelería
javilleg@bancolombia.com.co

Juan Esteban Echeverri Agudelo
Auxiliar de Departamento
jueagude@bancolombia.com.co

Edición

Alejandro Quiceno Rendón
Editor de Investigaciones
aqrendo@bancolombia.com.co

Investigaciones de Mercado

Jairo Julián Agudelo Restrepo
Gerente de Inv. en Renta Variable
jjagudel@bancolombia.com.co

Diego Alexander Buitrago Aguilar
Analista de Energía
diebuit@bancolombia.com.co

Andrea Atuesta Meza
Analista Sector Financiero
aatuesta@bancolombia.com.co

Juliana Aguilar Vargas, CFA
Analista de Cemento e Infraestructura
juaguila@bancolombia.com.co

Ricardo Andrés Sandoval Carrera
Analista de Petróleo y Gas
rsandova@bancolombia.com.co

Valentina Martínez Jaramillo
Analista de Consumo e Industria
vamjaram@bancolombia.com.co

Andrés Uribe Rendón
Analista Junior
anduribe@bancolombia.com.co

Jairo Andrés Burgos Guerra
Estudiante en Práctica
jaburgos@bancolombia.com.co

Condiciones de uso

Este informe ha sido preparado por la Dirección de Investigaciones Económicas, Sectoriales y de Mercado, un área de investigación y análisis del Grupo Bancolombia. No debe ser distribuido, copiado, vendido o alterado sin la autorización expresa del Grupo Bancolombia, ni debe ser utilizado para cualquier fin distinto a servir como material informativo, el cual no constituye una oferta, asesoría financiera o económica, recomendación personalizada o sugerencia del Grupo Bancolombia para la toma de decisiones de inversión o la realización de cualquier tipo de transacciones o negocios en el mercado público de valores o cualquier otro. El uso de la información suministrada es de exclusiva responsabilidad de su receptor, por lo que será responsabilidad de cada usuario el análisis que desarrolle y las decisiones que se tomen con base en la información que en este documento se relaciona.

La información y opiniones del presente informe constituyen un análisis a la fecha de publicación y están sujetas a cambio sin previo aviso. Por ende, la información puede no estar actualizada o no ser exacta. Las proyecciones futuras, estimados y previsiones, están sujetas a varios riesgos e incertidumbres que nos impiden asegurar que las mismas resultarán correctas o exactas, o que la información, interpretaciones y conocimientos en los que se basan resultarán válidos. En ese sentido, los resultados reales pueden diferir sustancialmente de las proyecciones futuras acá contenidas. Esta información no sustituye en ningún caso la información oficial emitida por las entidades competentes.