

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Febrero 25 de 2016

Umbral de Endeudamiento Público y Privado

Hacia finales de 2015, *The Economist* (noviembre 14 de 2015) lanzó una seria advertencia sobre el desborde que se estaba empezando a observar en materia de endeudamiento público y privado, no solo en los países desarrollados, sino también en las economías emergentes. Inclusive sorprendió a los analistas el tono de “crisis de deuda” que se expresó en dicha advertencia.

Por ejemplo, a nivel de la deuda pública de los países desarrollados es bien sabido que mientras Estados Unidos bordea un 110% del PIB y la Zona Euro un 100% del PIB, Japón se ubica en niveles del 240% del PIB. Si el umbral de referencia (antes de la crisis de Lehman en 2008) era no superar el 60% del PIB, pues es evidente que la tensión fiscal permanece elevada. El único parte de “tranquilidad” proviene del hecho de que el grueso de esas deudas están expresadas en moneda local y usan a su favor el “señoraje” que ello les provee. De hecho, el costo financiero para sus gobiernos ha sido ligeramente negativo en términos reales durante los últimos cinco años por cuenta de la “trampa de liquidez” en que operan los mercados (resultado de las masivas inyecciones de liquidez).

Sin embargo, el alza de la tasa del Fed a finales de 2015 podría estar iniciando una fase de espiral de costos financieros y de mayor inflación a la vuelta de un año, poniendo presión sobre el servicio de la deuda del propio mundo desarrollado. El problema es que la fragilidad de la recuperación de su sector real no abre aún espacios esperanzadores de que el mayor recaudo tributario permitirá contener rápidamente dicha presión fiscal, focalizada en la seguridad social.

En el caso de los emergentes, las alarmas se han prendido en lo referente a los niveles de deuda de China (pasando del 100% a cerca del 150% del PIB), donde se mezclan de forma extraña burbujas hipotecarias, accionarias y menor capacidad de financiamiento público. En esta creciente ola de endeudamiento público también preocupa el deterioro que ha mostrado Brasil (ahora con calificaciones de “deuda especulativa”), donde su nivel bordea el 65% del PIB y, seguramente, alcanzará niveles del 70% hacia finales de 2016, dada la contracción de su PIB-real durante 2015-2016 y su posición deficitaria a nivel del primario (antes del pago de intereses).

Igualmente, se han venido mencionando los casos de Turquía y de Colombia por cuenta de su deterioro relativo en materia de endeudamiento público-privado, reflejándose ello en escalamientos significativos de sus “spreads” en el índice EMBI y recientemente con el anuncio de “perspectivas negativas” para la deuda colombiana por parte de la calificadora S&P. Es entonces pertinente explorar cuál ha sido el comportamiento reciente del endeudamiento público-privado en el caso de Colombia para avizorar la tensión financiera que ello podría acarrear durante 2016-2017.

Evolución de la deuda pública. El MHCP revisó sus supuestos macro-financieros para 2016, así: i) el crecimiento habría sido del 3% en 2015 (vs. el 3.6% proyectado un año atrás) y nuevamente del 3% en 2016 (vs. el 3.5% anterior); y ii) el precio del petróleo Brent habría promediado US\$52/barril en 2015 (vs. los US\$58/barril proyectados un año atrás) y sería de US\$35/barril en 2016 (vs. los US\$50/barril proyectados anteriormente).

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Esto implicaría que el déficit del Gobierno Central (GC) se estaría elevando hacia el 3.6% del PIB en 2016 (vs. el 3% de 2015) y el *stock* de la deuda pública del GC se estaría elevando hacia 42% del PIB para finales de 2016.

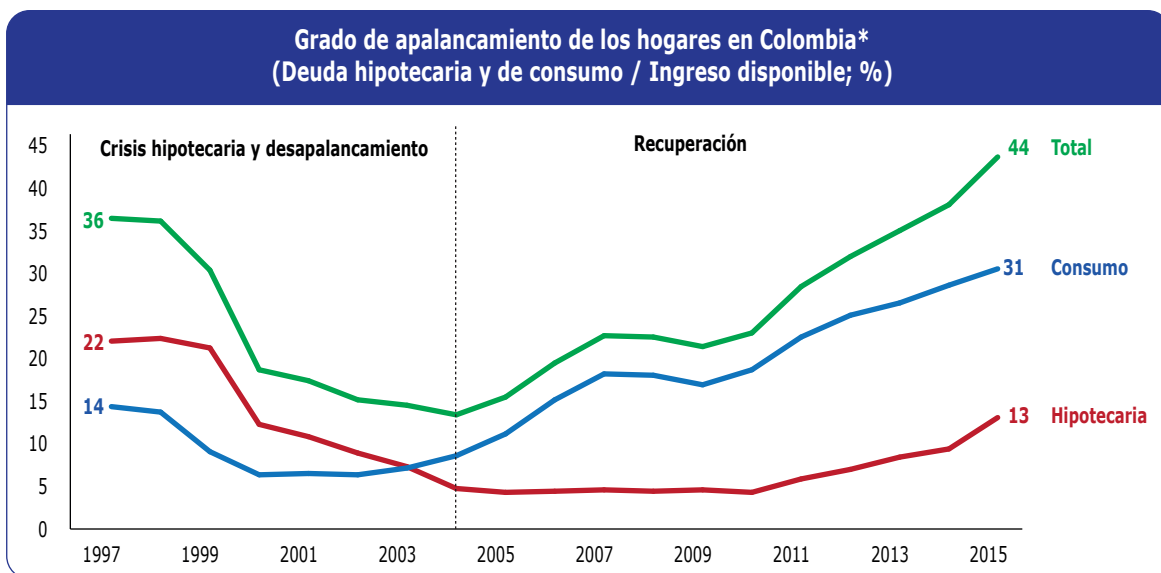
Aunque estos supuestos y cifras lucen más ajustados a la realidad, consideramos que esas trayectorias de deuda todavía no hacen justicia a todas las presiones fiscales. Por ejemplo, Anif ha estimado que el déficit fiscal sería del 4.3% del PIB en 2016 y del 3.7% del PIB en 2017 (ver *Informe Semanal* No. 1298 de enero de 2016). Estas mayores presiones de gasto llevarían el déficit primario a valores del -1% al -2% del PIB durante 2016-2022 (vs. +1% del PIB del MFMP-2015), implicando que la relación deuda pública/PIB alcanzaría valores cercanos al 50% en 2022 y 55% en 2026 (un incremento de +26 puntos del PIB frente al MFMP-2015). Esto implica un marcado deterioro fiscal prospectivo para Colombia, y con una creciente composición externa/interna (40%/60%), aunque sin llegar a los niveles críticos del 70% del PIB de deuda pública que pronto estará mostrando Brasil.

Evolución de la deuda privada. La deuda privada externa llegó a cerca del 15% del PIB al cierre de 2015. Al sumarle la deuda pública externa del 23% del PIB, se tiene un total de endeudamiento externo del 38% del PIB, no muy distante del tope del 40%

que alcanzó el país en el difícil momento de 2003. Lo preocupante es que en tan solo 2 años (y de buen desempeño económico), ese endeudamiento externo escaló el equivalente a 13 puntos del PIB.

Si al endeudamiento externo privado le sumamos la deuda privada en moneda local (equivalente a 42% del PIB, de un total de 46% del PIB), tendríamos que el total de deuda privada bordearía actualmente otro 57% del PIB (=15% del PIB externa + 42% del PIB local). A pesar de este acelerado ritmo de endeudamiento privado, este nivel del 57% del PIB es relativamente moderado si se le compara con los niveles del 120%-150% del PIB que exhiben Brasil o Turquía.

Algo similar se puede concluir del nivel de apalancamiento que muestran hoy los hogares de Colombia: su nivel relativo parecería no ser preocupante, pero su escalamiento relativo a nuestro historial sí merece gran atención. En efecto, la relación servicio de la deuda (interés + amortizaciones)/Ingreso Disponible de los hogares actualmente bordea un 44%, cifra moderada si la comparamos con el 100% de los Estados Unidos. El problema es que esta relación ha subido rápidamente del 25% al 44% en los últimos 5 años y supera por mucho el nivel pico del 36% que se observó en el momento pre-crisis de 1997 (ver gráfico adjunto).



*Cifras a noviembre de 2015.
Ingreso disponible=remuneración+rentas+transferencias.
Fuente: cálculos Anif con base en Superfinanciera y Dane.