

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

Junio 28 de 2016

La saga del endeudamiento-privado: Economías Emergentes y Colombia

A lo largo de 2015-2016, hemos asistido a la denominada “tercera saga de la crisis de deuda” a nivel mundial (ver *The Economist*, noviembre 14 de 2015). Después del pinchazo de la burbuja hipotecaria *sub-prime* en Estados Unidos (2008-2010) y de la crisis fiscal del euro (2010-2013), dicho tercer episodio de apalancamiento excesivo está concentrado en las Economías Emergentes (EM). Esto último ha estado agravado por los complicados lastres macro-financieros que enfrentan dichas EM durante 2015-2017, resultantes del fin del súper-ciclo de los *commodities* (ver *Comentario Económico del Día* junio 15 de 2016).

En efecto, el endeudamiento total (público+privado) de las EM aumentó del 150% al 210% del PIB durante el período 2008-2016, aupado por los inlujos de capital derivados de las bajas tasas de interés en el mundo desarrollado. Si bien allí ha ocurrido algún grado de apalancamiento-público, el principal determinante ha provenido de los excesos del endeudamiento-privado, pasando del 116% al 163% del PIB durante el mismo período.

El gráfico 1 muestra cómo el principal determinante de dichos excesos de apalancamiento-privado de las EM proviene del endeudamiento corporativo (no-financiero). Este se ha incrementado hacia preocupantes niveles del 100% del PIB al cierre de 2015, prácticamente duplicando sus niveles pre-crisis y sobrepasando, por primera vez, las EM el umbral de 87% del PIB que se observa en las economías desarrolladas.

Gran parte de esos excesos de endeudamiento-corporativo del mundo emergente se ha concentrado en Asia, donde perversos fenómenos de “dirigismo crediticio” han derivado en deterioros de su cartera crediticia. Allí vale la pena resaltar el caso de China (pasando su endeudamiento-corporativo del 92% del PIB en 2008 al 145% del PIB actualmente), donde el crédito subsidiado a las empresas estatales se ha efectuado en detrimento de los ahorradores, implementando perniciosos controles a las tasas de interés. Esto último ayuda a explicar la formación de burbujas duales accionarias-hipotecarias en China. Curiosamente, el apalancamiento del sector financiero (31% del PIB) y de los hogares (32% del PIB) resulta ser mucho más moderado en las EM que en las economías desarrolladas.

En Colombia también se ha presentado ese mismo expediente de aumento en el apalancamiento privado, llegando a niveles cercanos al 64% del PIB actualmente (vs. el 40% del PIB que se tuvo en el difícil momento de 2002), ver gráfico 2. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en el promedio de las EM, en Colombia se han observado mayores niveles de apalancamiento tanto en el sector corporativo como en los hogares.

En efecto, el endeudamiento-corporativo en Colombia bordea niveles del 47% del PIB actualmente (vs. 31% en 2002), explicado por los *stocks* de la cartera comercial (23% del PIB, denominado en moneda interna), los bonos-internos (6.7% del PIB) y la deuda externa (17% del PIB). Si bien se puede argumentar

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Nelson Vera

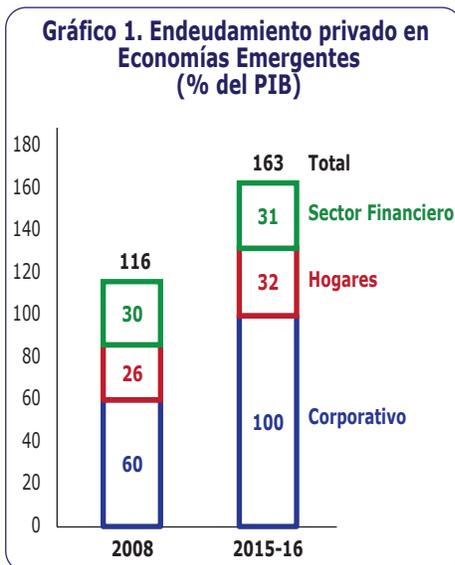
que algo de ese apalancamiento obedece a la mayor “profundización financiera” en pesos-locales, no deja de ser preocupante su nivel pico de 44% del PIB vs. el 33% del PIB en la era previa a la crisis hipotecaria 1997-1998. En cualquier caso, está el agravante del mayor costo del servicio de la deuda externa, dadas las devaluaciones del orden del 15%-20% durante 2016 (después del +37% de 2015), para un nivel del 17% del PIB de endeudamiento externo en 2016 frente al 15% de 2002 (fin de la crisis).

Algo similar se puede concluir del nivel de apalancamiento que muestran hoy los hogares de Colombia (crédito hipotecario+consumo): su nivel absoluto parecería no ser preocupante, pero su escalamiento relativo a nuestro historial sí merece gran atención (observándose un efecto “tijera” de mayor endeudamiento en el consumo a detrimento del crédito hipotecario). En efecto, la relación deuda/PIB de los hogares actualmente bordea un 17.1% (= 11.8% consumo + 5.3% hipotecario), cifra moderada si la comparamos con el mencionado 32% del promedio de EM. El problema es que, como proporción del ingreso disponible, la deuda de los hogares ha subido rápidamente del 25% al 44% en los últimos 5 años y también supera el nivel pico del 36% que se observó en el momento pre-crisis de 1997.

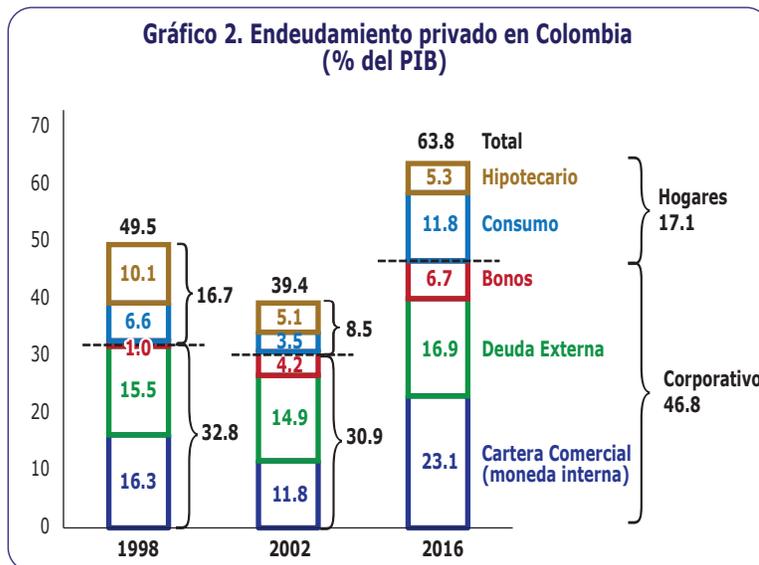
En síntesis, la tercera saga de deuda a nivel mundial se está concentrando en la deuda privada del

mundo emergente, particularmente en su sector corporativo. Ahora bien, los paralelos con la crisis de 1996-1999 que vienen pregonando algunos analistas lucen algo exagerados, dados los mejores fundamentales de dichas EM. Aquí cabe destacar algunos atenuantes actuales: i) mejor institucionalidad monetaria-cambiaria, donde muchas EM han dejado flotar su tasa de cambio, aminorando la vulnerabilidad ante los “frenazos súbitos de capital” (*sudden stops*); y ii) menor incidencia en su deuda externa, explicando cerca del 20%-30% del total (vs. niveles del 60%-70% pre-crisis de los años noventa).

En Colombia, los niveles absolutos de endeudamiento-privado no lucen exagerados, aunque preocupa su acelerado ritmo de apalancamiento de los últimos años. Ahora bien, el problema es que los abultados déficits externos de Colombia (bordeando 6% del PIB en 2015-2016) no estarán siendo financiados suficientemente por los inlujos de Inversión Extranjera Directa o de portafolio y, como hemos visto, se está agotando el margen para pensar en continuar acumulando deuda pública-privada externa. El riesgo radica en que, ante la insostenibilidad de la cuenta de capital, Colombia termine ajustando mucho más de lo pensado su “absorción” (consumo + inversión), lo cual acarrearía crecimientos inferiores al promedio de 3.5% anual que hoy estamos avizorando para el período 2015-2020.



Fuente: cálculos Anif con base en BIS y IIF.



Fuente: cálculos Anif con base en Superfinanciera y Banrep.