

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Nelson Vera

Marzo 10 de 2016

Un Paralelo Macro-Financiero Brasil vs. Colombia

La degradación en la calificación de riesgo de Brasil tomó tan solo dos años: a finales de 2013, Brasil disfrutaba de estar dos escalones por encima del “grado de inversión”; para finales de 2015, su deuda soberana se clasificaba como “bonos de grado especulativo”.

Las ejecutorias macro-fiscales de Lula (2003-2010) no habían sido acertadas (demasiado “populismo” presupestal y nulos avances en competitividad). La continuidad de ese derrotero, con la llegada de la Administración Dilma (2010-2018), ha dejado al descubierto las debilidades estructurales de la economía de Brasil: i) atrasos en infraestructura; ii) obstáculos al comercio internacional; y iii) peligrosos e insostenibles déficits gemelos externos-fiscales. De allí el contundente castigo de la pérdida del grado de inversión para Brasil por parte de las tres principales calificadoras de riesgo, habiendo S&P y Fitch actuado a finales de 2015. Moody’s (más adormilada de lo usual) tan solo rebajó su calificación a finales de febrero de 2016.

Anif ha venido diciendo, desde el mismo año 2013, que si no se aprieta el paso en materia de reformas estructurales (incluyendo la tributaria, la pensional y la laboral), Colombia entrará en un ciclo de degradaciones similar al de Brasil (ver *Informe Semanal* No. 1200 de diciembre de 2013). Dicho de otra manera, la cuenta regresiva ya empezó (a finales de 2014) y seguramente para finales de 2016 o principios de 2017 las calificadoras de riesgo se darán por aludidas ante la ausencia de reformas estructurales, como las ya relacionadas.

Por cuenta de ese “arte de la postergación” de reformas estructurales, Brasil pasó de la esperanza de un crecimiento tipo “Corcobado-cohete” (en 2005-2012) a un crecimiento “vuelo gallina” (2013-2014) y ahora a contracciones del -4% anual (2015-2016), el peor registro histórico desde la Gran Depresión de 1929-1931.

Colombia muestra relativas ventajas frente a Brasil en al menos tres frentes: i) una mejor institucionalidad monetaria-cambiaria; ii) una relación deuda pública/PIB algo más baja (42% Colombia vs. 66% Brasil); y iii) pérdidas

de crecimiento potencial de “solo” un punto porcentual hasta la fecha (3.5% anual esperado para 2015-2017 vs. el 4.5% histórico, en tanto Brasil cayó del 4% al 2% anual). Sin embargo, los problemas de estructura productiva excesivamente recargada en *commodities* y la falta de competitividad internacional son igualmente apremiantes tanto en Colombia como en Brasil.

Más aún, Brasil no tiene el *handicap* de la guerrilla y del paramilitarismo que Colombia busca superar con la eventual consolidación de la paz. Veamos con mayor detalle los desafíos que enfrenta Colombia vs. Brasil en las áreas: i) monetaria-cambiaria; ii) de crecimiento; iii) de déficit externo; y iv) de posición fiscal.

Frente monetario-cambiario. La flotación cambiaria de Brasil y de Colombia ha resultado provechosa para corregir los desalineamientos cambiarios durante 2014-2015. Sin embargo, ello ha dejado como daño colateral un rebrote inflacionario (a niveles de casi 11% en Brasil y de 7% en Colombia al cierre de 2015), ver cuadro adjunto. Ello estará requiriendo alzas en las tasas repo de sus bancos centrales, probablemente a niveles del 15% en Brasil y del 6.5%-7% en Colombia durante 2016, para lograr bajar dichas inflaciones hacia 7% y 5.6%, respectivamente.

El grado de endurecimiento de la postura monetaria dependerá de la mayor tensión cambiaria que está generando el desplome en los precios de los *commodities*, particularmente ahora que el petróleo bordea solo los US\$32/barril. En 2015, la devaluación promedio real-dólar fue del 42% y la del peso-dólar del 37%, generándose elevada transmisión de costos de los importados hacia el IPC, en ambos países. Si bien Colombia cuenta con mejor institucionalidad e independencia de su banco central, ambas instituciones estarán bajo presión, durante 2016-2017, para regresar a sus niveles de inflación “baja y estable” de largo plazo, en el rango 2%-4% (en el caso de Colombia).

Crecimiento económico. La pérdida de crecimiento potencial que estarán experimentando Brasil (en dos puntos porcentuales) y Colombia (en un punto), du-

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Nelson Vera

rante 2015-2017, es atribuible a dos factores principales: i) excesiva dependencia de las exportaciones de *commodities* (cerca de un 70% de sus canastas); y ii) atrasos sustanciales en la dotación de infraestructura, lo cual los torna poco competitivos en su diversificación exportadora.

Si bien Colombia ha ido avanzando institucionalmente con la ANI-FDN en el frente de infraestructura, la dotación de las 4G solo estará llegando de forma sustantiva en 2018-2020. Entre tanto, la presión de los déficits gemelos externo-fiscal se manifestará indefectiblemente en menor crecimiento y caída del PIB per-cápita de niveles (ilusorios) de US\$8.200 en 2010-2014 a solo US\$6.300 en 2015-2017 vs. los US\$8.800 que todavía ostenta Brasil.

Déficit de la Balanza de Pagos. Como es bien sabido, Brasil presenta una extraña dualidad en su frente externo, pues es bastante competitivo a nivel de *commodities* agrícolas (soya, cítricos, oleaginosas), pero no lo es a nivel de industria (donde aplica un peculiar modelo proteccionista). En todo caso, aun en momentos difíciles, Brasil presenta un superávit comercial del +1% del PIB, mientras Colombia arroja un preocupante déficit comercial del -4.4% del PIB y seguramente cercano al -3% del PIB en 2016. A nivel de la cuenta externa, Colombia también luce mucho más débil con déficits del -6.8% del PIB, mientras en Brasil fue del -3% del PIB en 2015.

Ambos países muestran niveles de Deuda Externa/PIB que se han ido incrementando y que bordean el 37%, no muy distantes de sus valores pico de 40% en 2000-2003. No es entonces gratuito que Brasil, Colombia y Turquía sean los de mayor preocupación en materia de acelerada devaluación y fragilidad externa en el mundo emergente, según diversos bancos internacionales de inversión.

Frente fiscal. El otro talón de Aquiles de Brasil y Colombia tiene que ver con sus debilidades fiscales. Como ya explicamos, en el caso de Brasil dichas debilidades propiciaron su rebaja a grado especulativo, donde su déficit primario (antes de intereses) llegó al récord de -1.9% del PIB en 2015, impulsando su relación Deuda Pública/PIB a niveles del 66% (superando ya los límites que había establecido Maastricht como “razonables” pero para países desarrollados). En Colombia se tienen déficits primarios de menor tamaño, pero fluctuando hasta -0.4% del PIB en 2015 y probablemente al -1% del PIB en 2016. Si bien el nivel de Deuda Pública/PIB es “solo” del 42%, este tipo de dinámicas en el primario podrían llevarlo hacia el 50%-55% para 2020 (ver *Comentario Económico del Día* 10 de diciembre de 2015).

Entonces la pregunta clave es, con esta información a mano: ¿Qué tanta “postergación” en reformas estructurales considera el gobierno de Colombia que podrá ejercer antes de caer en la “trampa Brasil”?

Comparación Macro-Financiera: Colombia vs. Brasil (Datos al cierre de 2015)		
	Brasil	Colombia
I. Aspectos monetarios/cambiaros (%)		
Inflación		
Total	10.7	6.8
Sin alimentos	9.5	5.2
Devaluación moneda-dólar (promedio)		
Nominal	42.0	37.1
Real (20 socios)	32.3	31.6
Tasa-repo		
Nominal	14.25	5.75
Real (subyacente)	4.80	0.55
II. Crecimiento		
PIB-real (%)	-3.8	2.8
Potencial (%)	2.0	3.5
PIB per-cápita (US\$)	8.802	6.277
III. Déficit externo (% del PIB)		
Cuenta comercial	1.0	-4.4
Cuenta externa	-3.3	-6.8
Deuda externa	37.1	37.1
IV. Posición fiscal (% del PIB)		
Déficit Gobierno Central	-8.7	-3.0
Déficit primario	-1.9	-0.4
Deuda pública	66.2	42.2

Fuente: cálculos Anif con base en FMI, ministerios de hacienda y bancos centrales de cada país.