

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Mayo 17 de 2016

Con la colaboración de David Malagón y Ana María Zuluaga

Mercados emergentes: ¿Profundización financiera “buena” o “mala”?

Durante décadas, los países emergentes mostraron descontento por sus bajos niveles de profundización financiera (PF) frente a los desarrollados. Entre los años ochenta-noventa, su PF (= relación cartera/PIB) se ubicó en el rango 10%-40%, mientras que en los desarrollados era del 70%-100%.

Sin embargo, durante los últimos quince años esta situación cambió para los emergentes por cuenta de: i) su mayor crecimiento económico, acelerándose del 3.5% promedio anual en 1980-1999 hacia el 6% en 2000-2015; y ii) la abundante liquidez global, permitiendo enormes flujos de capital en busca de sus mayores rentabilidades. Así, la PF de los emergentes prácticamente se duplicó, alcanzando rangos del 40%-80% durante 2000-2015, destacándose los casos de China (al pasar del 107% al 150%), Rusia (del 14% al 58%) y Brasil (del 55% al 70%), ver gráfico adjunto.

Sin embargo, cabe preguntarse: ¿esta acelerada PF de los emergentes es “de la buena” o “de la mala”? La buena-PF permite apalancar el crecimiento de empresas productivas-sostenibles y diversificar la base productiva, especialmente la exportadora. En contraste, la mala-PF genera “burbujas crediticias” y concentra el apalancamiento financiero (v. gr. *commodities* y en sus sectores relacionados).

Lo complicado es dilucidar cuál es cuál, pues claramente en los emergentes se han presentado ambos tipos de PF. Por ejemplo, la financiación agropecuaria de Brasil a través del “Plan Agrícola y Pecuaria”, con puntales como Embrapa, ha

sido buena-PF (ver *Informe Semanal* No. 1073 de mayo de 2011). Ello permitió concretar proyectos agro-industriales sostenibles y exportadores. Por ejemplo, los préstamos agro-rurales aumentaron de R\$107.2 billones (1.2% del PIB/año) durante 2011-2012 a R\$202.8 billones (1.5% del PIB/año) en 2016-2017. Así, esta política ha contribuido a apalancar el desarrollo agrícola de Brasil, posicionándolo como uno de los mayores productores mundiales de estos bienes (azúcar, café, soya).

En cambio, un caso de mala-PF ha sido el excesivo impulso crediticio otorgado a la cadena de productores minero-energéticos en el período 2005-2015. Por ejemplo, en Colombia, la cartera de este sector aumentó de \$1.5 billones (2.5% de la cartera comercial) a \$8.6 billones (3.9%) durante 2006-2015. Si bien esa expansión resultó “moderada” frente a lo ocurrido en otras latitudes, el desplome del precio internacional del petróleo (-60% desde 2014) y del carbón (-40%) ha terminado por golpear a las empresas minero-energéticas, cuyas utilidades netas cayeron cerca del -92% en 2015 y del -38% en 2014. Esto obviamente ha afectado su capacidad de repago crediticio, siendo el caso más sonado el de Pacific Rubiales.

Además, la sostenibilidad de la PF emergente se está viendo afectada por la pérdida de potencial de crecimiento en estos países, estancados ahora a ritmos del 4% anual (vs. 6% del período pre-Lehman). Allí ha incidido: i) el “fin del súper ciclo de *commodities*”; ii) el aumento de la tasa repo del Fed a finales de 2015 y las perspectivas de incrementos durante

Continúa

CRÉDITOS DE LIQUIDEZ Y CARTERA ORDINARIA.

Dos excelentes alternativas para poner en marcha los proyectos más importantes de su empresa.

www.bancoavillas.com.co

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de David Malagón y Ana María Zuluaga

2016; y iii) las marcadas devaluaciones de las monedas emergentes frente al dólar, promediando 25%-35% anual durante 2015, lo cual ha generado presiones inflacionarias (vía *pass-through*) en dichas economías y alzas en sus tasas de interés (ver *Informe Semanal* No. 1314 de mayo de 2016).

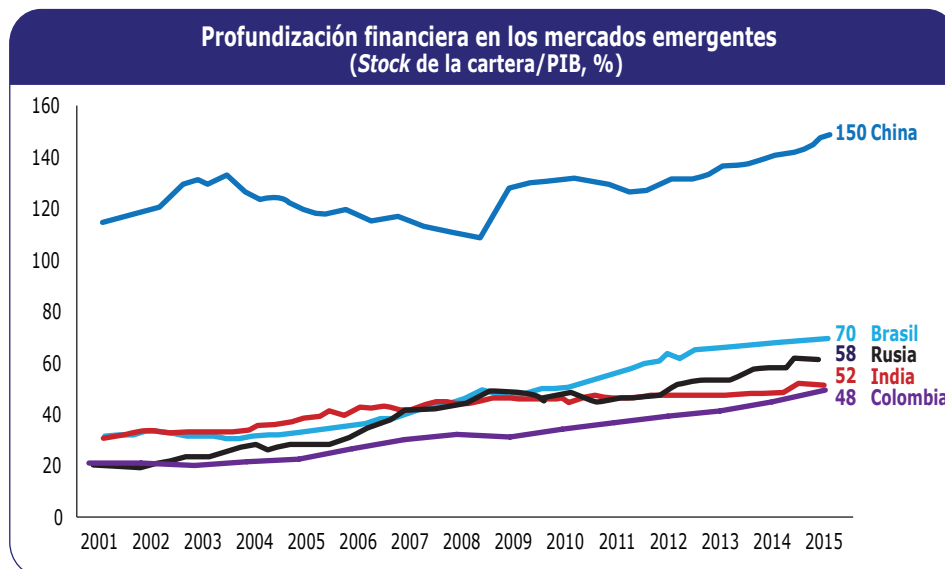
Aunque el sistema financiero de los emergentes tiene espacio para acomodar el deterioro de esta cartera, los elementos de tensión son evidentes: i) alta concentración crediticia en sectores riesgosos (inmobiliario en China y *commodities* en Brasil), incrementando ya la morosidad (v. gr. en India, ha llegado al 14% de los activos de los bancos públicos); ii) macadas devaluaciones frente al dólar, causando problemas de “descalce-cambiario” (afectando, por ejemplo, un 25% de los créditos corporativos en Rusia); iii) incrementos en las tasas de interés, encareciendo su servicio; y iv) salidas netas de capital, cercanas a los US\$750.000 millones en 2015 (ver *The Economist*, diciembre 5 de 2015).

En Colombia, también se han presentado ambos tipos de PF, alcanzando un 48% del PIB en 2015 (vs. 20% en 2003), donde la cartera comercial representa cerca del 60% del total. Asimismo, la deuda externa pública y privada ha aumentado a máximos históricos del 41% del PIB a inicios de 2016. Esto pone de manifiesto diversos riesgos crediticios, a saber: i) el efecto de la desaceleración del PIB-real hacia promedios de 3% anual durante 2016-2017; ii) persistentes presiones inflacionarias (de casi el 8% anual al corte de abril de 2016), forzando al BR a elevar su repo al 7%;

iii) una marcada devaluación peso-dólar, cercana al 38% promedio anual al corte de mayo; y iv) desafíos por cuenta de los déficits gemelos, donde el déficit fiscal del Gobierno Central llegaría al 4.3% del PIB en 2016 (vs. 3% del PIB en 2015) y el déficit externo al 5.8% del PIB (vs. 6.4% del PIB), ver *Informe Semanal* No. 1311 de abril de 2016.

La buena noticia es que la banca colombiana mantiene unos niveles bajos de morosidad (3% en la relación cartera vencida/bruta) y una razonable cobertura (150%). Adicionalmente, su solvencia se ubica en el 15% (vs. el mínimo regulatorio del 9%), incluso luego de la adopción de Basilea III (Decreto 1771 de 2012).

En síntesis, los países emergentes han incrementado ostensiblemente sus niveles de PF durante los últimos quince años. Ello estuvo favorecido por su mayor crecimiento económico y por los excesos de liquidez global. Allí se evidencian casos de PF “de la buena” (apalancando empresas productivas-sostenibles) y “de la mala” (financiando excesivamente a sectores riesgosos). En Colombia, también se han presentado ambos tipos de PF, llevando este indicador a niveles del 48% del PIB e incrementando rápidamente la deuda externa pública y privada a picos históricos del 41% del PIB. Este panorama resulta altamente desafiante a nivel de la conducción monetaria-cambiaria y fiscal a lo largo de todo el período 2015-2017, donde es evidente que las reformas estructurales no dan más espera.



Fuente: cálculos Anif con base en *The Economist* y Superintendencia Financiera.