

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Junio 15 de 2016

Con la colaboración de Ana María Zuluaga y Nelson Vera

Deuda pública de emergentes y sus diferentes “neteos”

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).

En efecto, el endeudamiento total (público+privado) de las EM aumentó del 150% al 195% del PIB durante el último quinquenio, aupado por los flujos de capital derivados de las bajas tasas de interés en el mundo desarrollado. Sorpresivamente, el principal determinante ha provenido de los excesos del endeudamiento privado, pasando del 110% al 148% del PIB. Sin embargo, también se han visto importantes incrementos en la deuda pública de dichas EM hacia niveles del 48% del PIB actualmente (vs. 38% del PIB cinco años atrás). Todo lo anterior torna relevante analizar la magnitud de dicho apalancamiento público en las EM, dejando el análisis de su componente privado para una próxima entrega.

El agravante de este rápido endeudamiento público en las EM durante el último quinquenio proviene de: i) el fin del súper-ciclo de *commodities*, redundando en pérdidas cercanas al 6% del PIB de ingresos fiscales (tributarios+capital) en los exportadores de materias primas; ii) menores crecimientos potenciales (del orden del 4% anual vs. el histórico 6% pre-Lehman), donde han confluído dichos choques de términos de intercambio con las necesidades de reformas estructurales (en los frentes tributarios, pensionales y laborales); y iii) incrementos en sus costos de financiamiento, dadas las tensiones financieras externas derivadas de la normalización monetaria iniciada por el Fed a finales de 2015.

Este deterioro fiscal de las EM hace relevante preguntarnos: ¿A la hora de entender la “sostenibilidad fiscal”, debemos focalizarnos en la Deuda Pública

Bruta (DPB) o en la Deuda Pública Neta (DPN)? Y, además, ¿Deuda Pública Neta de qué y por qué?

Neteo por activos-líquidos: Visión FMI. La metodología de “neteo” más ortodoxa proviene del FMI (ver <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/faq.htm>). Allí se postula restar de la DPB los llamados activos financieros (caja, depósitos, bonos, entre otros) bajo el supuesto de que, hipotéticamente, el gobierno podría liquidar dichos activos para repagar la deuda pública. Adicionalmente, se descuentan las obligaciones entre los diferentes niveles de gobierno, con el fin de evitar dobles contabilizaciones. Aunque, esto último de netear la deuda Intra-gubernamental no tiene mucho asidero económico, pues, en últimas una cosa es el gobierno central, y otra cosa el resto del sector público, lo cual no implica que el gobierno no deba pagar los intereses de esa deuda (como lo veremos en la próxima sección en el caso hipotético de que COLPENSIONES no hubiera dilapidado sus reservas).

El gráfico adjunto muestra cómo dichos “neteos” equivalen a un elevado 32% del PIB en las EM, logrando reducir la DPB de niveles del 47.5% del PIB a tan “solo” 14.5% bajo el criterio DPN en 2016. En América Latina, dichos neteos son del orden del 19% del PIB, bajando la DPB del 58% del PIB al 39% bajo el criterio DPN. Nótese cómo en Brasil dichos neteos son aún más “creativos” al lograr reducir en 33% del PIB sus “obligaciones”, pues en vez de tener 76% del PIB en DPB se llegaría a solo un 43% bajo criterios de DPN (pero sin incluir allí la abultada deuda de Petrobras).

Al aplicar a Colombia la metodología del FMI (como lo hace el MHCP), se logra una “reducción” de 15.5% del PIB, pues la DPB baja del 51.3% del PIB a solo el 35.8% bajo criterios DPN al cierre de 2015. En particular, estas reducciones provienen de: i) bonos y pagarés en poder del “resto” del Sector Público No Financiero (6.9% del PIB, incluyendo los TES del

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Ana María Zuluaga y Nelson Vera

gobierno central); ii) el “M3 público” y la cuenta del Gobierno Central en el Banco de la República (7% del PIB); y iii) los activos financieros externos de la tesorería (0.5% del PIB) y del Fondo de Ahorro de Regalías-FAE (1% del PIB).

Anif discrepa de esta “racionalidad” de neteo propuesta por el FMI, pues es claro que ningún gobierno está en capacidad de “disponer” de dichos activos para enjugar sus faltantes de servicio de deuda, pues esos recursos son en realidad casi como su “capital de trabajo”. Más allá de sus “posibles excesos de liquidez” (que tocaría calcularlos en cada “instrumento financiero”), lo que sí es relevante es que esos recursos en manos del sector financiero generan réditos a favor del gobierno, los cuales tendría sentido netearlos de la tasa de interés efectiva que paga el gobierno en su DPB.

Dicho de otra manera, si la tasa efectiva que reconoce la DPB (o el promedio de sus TES) fuera, digamos, del 8% nominal, y los activos líquidos de ese “neteo”, a su vez, generaran intereses por la vía del ahorro (en promedio ponderado) del 1%, entonces el “neteo” relevante sería llegar a la conclusión que el costo neto efectivo de la DPN equivaldría al 7% (= 8% Costo de la DPB - 1% réditos financieros a favor del gobierno). Nótese cómo este neteo por “tasa de interés efectiva” ya viene operando por la vía del balance del gobierno (ingresos por rendimientos - gastos por intereses), afectando, en últimas, el endeudamiento adicional año a año. Lo que es una “ilusión contable” errada es sustraer la totalidad de los activos líquidos (que son capital de trabajo del gobierno) de la deuda total emitida, salvo en el caso del FAE.

Neteo por Deuda Intra-gubernamental. Ya mencionamos cómo otra práctica de “contabilidad creativa” ha sido la de reducir la DPB de la tenencia de TES por parte de otras entidades públicas, dando a entender que esa sería “deuda de yo-con-yo”. Pero esto no es así, pues una cosa es el gobierno central y otra muy distinta, por ejemplo, COLPENSIONES. Si COLPENSIONES no hubiera dilapidado ya su “reserva pensional” y tuviera, digamos 10% del PIB en TES, sería un error reducir la DPB en esa magnitud, pues ello supondría que el gobierno no tendría que servir los intereses de dicha deuda.

Neteo por Activos No-Financieros. También ha existido la tentación de netear la DPB de aquellos activos no financieros, suponiendo que en épocas de tensión el gobierno saldría a “realizar” la venta de numerosas empresas públicas. Por ejemplo, se diría que si existen problemas de servicio de la deuda, pues se procedería a enajenar el restante 88% de Ecopetrol, tal como se vendió recientemente el 58% restante de ISAGEN. Según el Plan de Enajenaciones del gobierno de 2015, dichos activos podrían totalizar recursos cercanos al 8% del PIB, pero donde el mercado sabe que los activos realmente atractivos y viables políticamente no superan el 3% del PIB. En sentido práctico, esto luce poco viable y de allí que ni el FMI acepte este tipo de neteos.

En síntesis, en vez de imaginar trucos contables para rebajar ficticiamente la relación DPB, lo que queda claro es la urgencia de una reforma tributaria estructural que permita recaudar al menos 2% del PIB adicional por año, para contener un total de DPB que hoy bordea 51% del PIB (o niveles del 56%-58% del PIB al incluir el 6.5% de endeudamiento de Ecopetrol), ver *Informe Semanal* No. 1302 de febrero de 2016.

