

### **TRES PREGUNTAS SOBRE LA DEUDA PÚBLICA DE COLOMBIA”**

#### **INTRODUCCIÓN**

El tema de este primer Informe Coyuntura nace de la preocupación expresada por varios funcionarios y analistas económicos respecto al monto y al crecimiento reciente de la deuda pública colombiana.

El procurador saliente, el ministro de hacienda entrante, El Director de crédito público, el Gerente del Banco de la República, Fedesarrollo y ANIF, entre otros se han ocupado recientemente del tema

El director de este último gremio llegó a proponer una modificación de la Regla fiscal, en el sentido de cambiar el compromiso de “un déficit decreciente” por el de “una deuda decreciente”.

Aunque, hay que decir que, hay apreciaciones diferentes al respecto. El Director de Crédito público señala la emisión reciente de TES a 32 años con solo 15 puntos básicos sobre los TES de 17 y con una demanda 2.3 veces el monto emitido, como una muestra del bajo riesgo percibido por los inversionistas respecto a nuestros bonos soberanos.

El codirector del Banco de la República, Gerardo Hernández afirmó en una presentación reciente que “la deuda externa está en niveles internacionalmente considerados como adecuados”

Como lo dice el título de este Informe, el método para analizar el tema será el de tratar de responder cuatro preguntas al respecto:

1. ¿Cómo está la deuda colombiana comparada con países similares?
2. ¿Cuál es el riesgo de una nueva baja en su calificación?
3. ¿El endeudamiento público ha producido crowding out en Colombia en el pasado reciente?
4. ¿Es sostenible la deuda pública de Colombia?

#### **¿QUÉ RESULTA DE UNA COMPARACIÓN INTERNACIONAL DE LA DEUDA COLOMBIANA?**

La idea de que el tamaño de la deuda colombiana no es preocupante porque hay países con una relación Deuda / PIB de más del 100%, pasa por alto el hecho de que hay ciertas características que hacen que un mismo nivel de deuda tenga un significado y unas consecuencias diferentes para grupos de países distintos.

En la comparación con valores promedio, Colombia sale bien librada: la deuda bruta del gobierno general respecto al PIB (45%) es similar a la mediana mundial y está por debajo del promedio de América Latina y del de la OCDE.

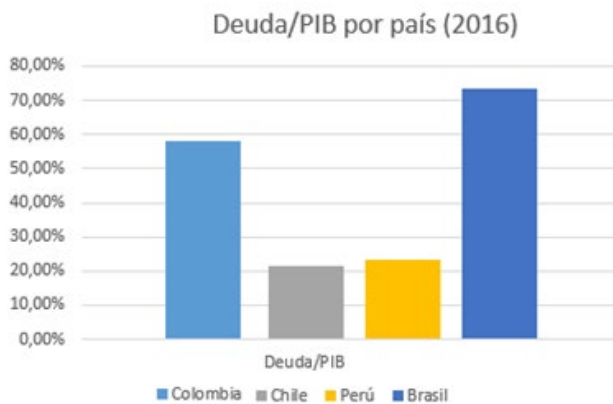
Pero si se quiere una comparación válida con países concretos, es necesario que esos países compartan con Colombia ciertas características.

Los países que conforman la muestra (Perú, Chile y Brasil) respecto a la cual se hará la comparación se escogieron con los siguientes criterios.

1. Su moneda, como la de Colombia, no tiene aceptación como medio de pago internacional<sup>1</sup>, lo cual los expone al riesgo de descalces cambiarios<sup>1</sup> y aumenta su vulnerabilidad ante los choques externos.
2. La participación de los commodities en la composición de su canasta exportadora es similar a la colombiana y, por lo tanto, están expuestos a una alta volatilidad de sus ingresos externos.
3. Presentan, al igual que Colombia, una historia reciente (2008 - 2016) de déficit en su cuenta corriente y en su balance fiscal (déficits gemelos) que aumenta su fragilidad para enfrentar tanto choques externos como internos.

La comparación de la deuda colombiana en tres aspectos: su monto, su perfil y su calificación arroja los siguientes resultados:

1. Monto: La relación Deuda/PIB es solo inferior a la de Brasil.

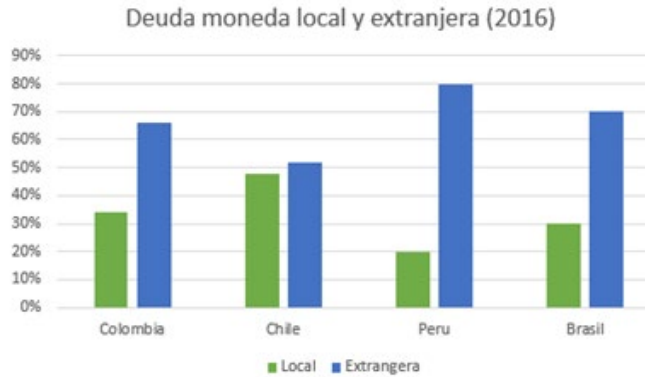


Fuente: Banco Mundial

2. Perfil:
  - a) Composición entre moneda nacional y extranjera. Solo Chile tiene una deuda con una relación moneda nacional vs. moneda extranjera menos expuesta a choques cambiarios que la nuestra.

---

1 Esa imposibilidad para un país de endeudarse externamente en su propia moneda es conocida como el pecado original. Es el riesgo originado en el hecho de tener deudas en una moneda e ingresos en otra.



Fuente: Ministerio de Hacienda y/o Banco Central de cada país

Es de anotar que Colombia, al igual que los otros países de la muestra han hecho en los últimos años un esfuerzo importante de sustitución de deuda externa por interna, buscando minimizar el riesgo de descalces cambiarios.

b) Composición por plazos: La relación entre deuda de largo y de corto plazo de Colombia es muy similar a la de los países del grupo.



Fuente: Banco Mundial

3. Calificación actual de la deuda. Dentro del grupo, Colombia (BBB-) está por debajo de Chile (A+), de Perú (BBB+) pero mejor que Brasil (BB-). Sin embargo, la perspectiva de su deuda, según Standard & Poors es considerada estable y con un panorama optimista

Comparada con algunos países Latinoamericanos similares la deuda colombiana presenta un balance negativo en cuanto a su monto, pero no en cuanto su perfil. No hay que olvidar, sin embargo, que debido al desplome de los precios del petróleo el gobierno debió atender un choque negativo en sus finanzas con todas las herramientas posibles, entre ellas el endeudamiento.

### **¿ES PROBABLE UNA BAJA EN LA CALIFICACIÓN DE LA DEUDA EN EL FUTURO PRÓXIMO? Y, SI SE DIERA ¿CUALES SERÍAN LAS CONSECUENCIAS?**

El 11 de diciembre de 2017, la deuda soberana de Colombia sufrió una rebaja por parte de la calificadora Standard & Poors. Aunque la disminución en la calificación afectó tanto a la deuda en moneda nacional como a la denominada en moneda extranjera, fue la relacionada con ésta última la que causó más preocupación. La nota de BBB- otorgada a la deuda externa nos ponía a las puertas de perder el grado de inversión y, con ello, la confianza de los inversionistas extranjeros y el acceso a los mercados financieros internacionales a costos razonables.

La calificación BBB- supone que el emisor de deuda cuenta con la capacidad de responder de manera adecuada por sus emisiones; sin embargo, es muy vulnerable ante acontecimientos adversos.

Los argumentos de S&P para bajar a la calificación a la deuda colombiana fueron los siguientes

Altos niveles de deuda y alta volatilidad de los términos de intercambio.

Dificultad para cumplir con la Regla Fiscal, dada la inflexibilidad del gasto y las dificultades políticas para una reforma tributaria que garantice un aumento significativo y permanente en el recaudo.

Baja en los pronósticos de crecimiento.

*¿Hay una modificación tal de esas circunstancias que nos lleven a pensar en una nueva baja?*

1. Si bien los niveles de deuda siguen siendo altos, los niveles proyectados en el MFMP para el gobierno nacional en 2018 y 2019 muestran una tendencia decreciente: 42.6% y 41.4% del PIB respectivamente.

La condición de volatilidad de los términos de intercambio persiste en la medida en que el 57% del total de las exportaciones sigue perteneciendo al sector de hidrocarburos, pero el peligro de una destorcida de los precios del petróleo, según las agencias de proyección de precios de commodities, es baja.

2. El compromiso con la Regla Fiscal está claramente expresado en el MFMP al igual que en el presupuesto general y en el de inversiones.

Por otra parte, el nuevo gobierno ya ha anunciado una nueva reforma tributaria y una pensional, con el propósito de hacer más sostenibles las finanzas públicas.

3. El pronóstico de crecimiento para 2018 con el cual S&P decidió la rebaja de nota fue de 2.4%, pero actualmente, según todos los analistas, ese crecimiento estará cerca de 2.8%

Otro motivo de preocupación para S&P es la rebaja en la calificación de algunas de las principales empresas del sector real y el financiero que acompañó la de los bonos soberanos<sup>2</sup>. Esta se ha ido despejando con los magníficos resultados de Ecopetrol y la consolidación del proceso de reactivación de la economía.

Es claro que ninguno de los frentes que preocupan a S&P se ha deteriorado y, al contrario, algunos han mejorado. En consecuencia, no creemos que una nueva baja esté amenazando la nota de la deuda en el futuro próximo.

Pero, si esa eventualidad se diera ¿cuáles serían las consecuencias?

En teoría, una baja en la calificación dificulta el endeudamiento del país, pues los inversionistas se desplazarían a títulos mejor calificados o exigirían unas tasas más altas, dado el mayor riesgo asociado a una menor calificación.

Si tomamos como punto de referencia la experiencia reciente, no habría porque preocuparse. Después de la decisión de S&P, ni el EMBI ni las tasas de interés de la deuda subieron

Fecha	Año 2017			Año 2018		
	A 1 año	A 5 años	A 10 años	A 1 año	A 5 años	A 10 años
31 de enero	0,93%	2,67%	3,28%	1,32%	2,43%	3,23%
28 de febrero	1,59%	2,70%	3,33%	1,06%	2,57%	3,36%
31 de marzo	2,43%	2,90%	3,37%	1,14%	2,69%	3,43%

Fuente: Elaboración propia, datos del Banco de la Republica

En una situación, como la actual, que muestra mejores perspectivas económicas y menores incertidumbres políticas que las que presentaba el escenario de diciembre de 2017, no debería esperarse impactos negativos.

---

2 Ecopetrol, Grupo de inversiones Suramericana, Isagen, Bancolombia, Banco de Bogotá, entre otras.

### EN EL PASADO RECIENTE, ¿LA DEUDA PÚBLICA HA PRODUCIDO CROWDING OUT?

El crowding out o efecto desplazamiento se presenta cuando el aumento en el gasto del gobierno es financiado con bonos, elevando la tasa de interés y desestimulando la inversión privada ya sea por el encarecimiento del endeudamiento o por el desvío de recursos de la inversión real a la financiera en bonos del Estado<sup>3</sup>.

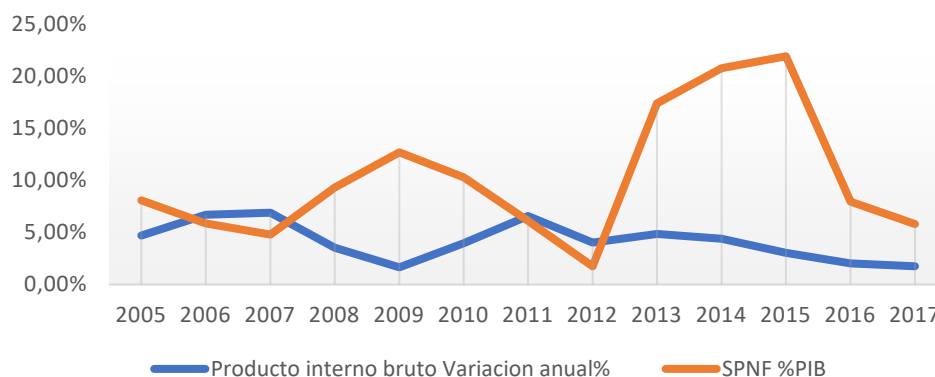
En la historia reciente del país hay un período (1994 – 1998) en el cual muchos analistas han visto un claro proceso de crowding out. En ese lapso, la inversión privada pasó de representar el 21% del PIB al 15%, mientras la relación del consumo del gobierno respecto al PIB subía los mismos 6 puntos<sup>4</sup>.

Sin embargo, cabría preguntar si en un escenario de inestabilidad política, desaceleración de la economía, un atraso cambiario que alienta las expectativas de devaluación y un alza de tasas de interés originada más en decisiones de política monetaria que en el creciente endeudamiento del gobierno, la caída de la inversión privada puede adjudicarse a un efecto desplazamiento.

El análisis de dos períodos posteriores (2007-2009) y (2012- 2015) en los cuales el endeudamiento creció a tasas especialmente altas nos permitirá responder la pregunta con más elementos de juicio.

#### 1. Período (2007 -2009)

Crecimiento de la deuda vs Crecimiento del PIB



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial y Banco de la República

4 El endeudamiento externo, aunque no presiona las tasas de interés internas ni reduce la disponibilidad de fondos para los inversionistas privados, puede producir crowding out al generar expectativas de devaluación y de aumento en los impuestos futuros.

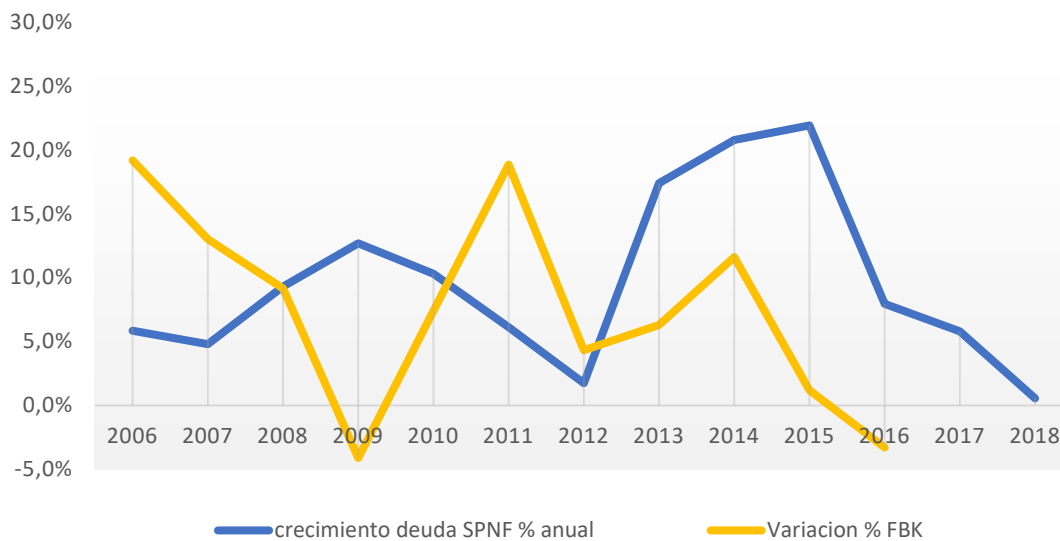
3 Echavarría, Juan José "Colombia en la Década de los 90. Neoliberalismo y reformas estructurales en el trópico"

Aunque las cifras muestran un panorama de crowding out, el análisis de las condiciones internas y externas del período mencionado podrían poner un signo de interrogación al respecto.

En efecto, en el lapso mencionado se presentan varios factores que podrían explicar, más allá del endeudamiento del gobierno, el pobre crecimiento del PIB y de la inversión: la crisis hipotecaria de EE.UU. que redujo la demanda de nuestro principal comprador internacional, el debilitamiento del ciclo expansivo de la construcción y una política monetaria de alza en las tasas de interés.

### 2. Período (2012 - 2015)

#### Crecimiento de deuda vs Crecimiento FBKF



**Fuente:** Elaboración propia con datos del Banco de la República y MinHacienda.

Igual que en el caso anterior, la economía, con el desplome de los precios del petróleo, se ve afectada por un choque de efectos tan dramáticos en el balance fiscal y el externo, que es suficiente para explicar, por, sí solo, las bajas tasas de crecimiento y de inversión. Por otra parte, en ninguno de los dos episodios la tasa de interés de los TES, mostraron un alza importante, posiblemente por el escenario de alta liquidez y bajas tasas de interés en el mercado internacional.

En conclusión, nos parece difícil afirmar la existencia del crowding out a partir solamente de las cifras, dados los entornos desfavorables en los que se dieron esos aumentos acelerados de la deuda.

Lo que sí parece probable es que si los gastos de implementación del acuerdo de paz, el control de los grupos de delincuencia organizada y la ampliación de la presencia del estado en zonas en donde ha estado ausente, requirieran un aumento de la deuda, su efecto no sería un crowding out sino un crowding in. Es decir, la mejoría en esos frentes estimularía, sin lugar a dudas la inversión privada.

### **¿ES SOSTENIBLE LA DEUDA PÚBLICA COLOMBIANA?**

La deuda es sostenible si se espera que el deudor continúe con su servicio sin que sean necesarias correcciones futuras excesivamente grandes tanto en los ingresos como en los gastos (FMI,2002). Dado que la sostenibilidad de la deuda no es otra cosa que la solvencia del gobierno a largo plazo, la respuesta a esta pregunta está sujeta a la probabilidad de que se den ciertas condiciones en el futuro.

Las condiciones consideradas en el MFMP son:

1. Crecimiento del PIB: La proyección de 3.5% para el período es el resultado de altos niveles de inversión, especialmente en infraestructura (4G) y educación que aumentarían la productividad y, por ende, la competitividad. Además de las consecuencias positivas del Acuerdo de paz con las FARC.

Las amenazas que podrían impedir los crecimientos esperados provienen de un bajo crecimiento de nuestros socios comerciales, empeoramiento de la situación política de Venezuela y Brasil y, en el ámbito interno, la falta de presencia del Estado en las zonas más afectadas por las distintas formas de violencia.

2. Cuentas externas: El déficit en cuenta corriente estaría convergiendo al 2.7% en el período, partiendo de una recuperación de las economías latinoamericanas, del dinamismo de la de EE.UU. y de la consolidación de la Alianza para el Pacífico. En cuanto a la evolución de nuestras exportaciones hay dos hechos positivos: un buen precio promedio del petróleo para ese período (alrededor de 67 dólares) y el aumento de la participación de las exportaciones no tradicionales en el total, la cual podría llegar a 59.3% en 2029, doblando casi la participación actual (32%).

La posibilidad de la implementación de políticas proteccionistas en los países desarrollados y crecimientos poco dinámicos en nuestros socios comerciales, así como nueva destorcida de los precios del petróleo podría impedir esta mejora en el balance externo.

La cuenta de capitales mostraría los superávits necesarios para asegurar el financiamiento de los déficits de cuenta corriente. Tales superávits seguirían siendo alimentados fundamentalmente por la IED, pero con un aumento de la participación de otros sectores diferentes al petróleo y por aumentos en la inversión de portafolio que podrían llevarla a representar 30% de la inversión extranjera total en 2029.



Este panorama podría verse oscurecido por una aceleración del alza de las tasas de interés de E.U y un aumento de los obstáculos institucionales y legales a la inversión en minería e hidrocarburos.

3. Las cuentas fiscales: Aun contando con los beneficios derivados del aumento de los ingresos petroleros, la reducción de la evasión gracias a la modernización de la DIAN y a la implementación de la factura electrónica, así como con la alternativa de enajenar algunos activos públicos, la posibilidad de cumplir la regla fiscal está atada a la aprobación de una nueva reforma tributaria y de reformas estructurales que aumenten de forma permanente los ingresos del estado y reduzcan el monto y la ineficiencia del gasto.

La meta de la obtención de superávits primarios en el GNC de 1% del PIB o algo más, no es muy realista para algunos analistas, ANIF entre ellos, que consideran que esa cifra no será superior a 0.5%

Los valores más probables de los indicadores sobre la estabilidad fiscal, cambiaria y monetaria aseguran, según el MFMP, una senda decreciente del nivel de la deuda como proporción del PIB, que es lo que, en últimas, permite la sostenibilidad. Pero aun suponiendo una senda de crecimientos del PIB un punto por debajo del escenario más probable, le relación Deuda/PIB estaría en 2029 alrededor del 35% para el GNC, cifra aceptable según los estándares internacionales.

Habría que señalar que el MFMP no ha sido siempre muy acertado en sus pronósticos. Para 2016 su pronóstico de Deuda bruta / PIB para el gobierno central fue de 42.9% contra el 45% que alcanzó ese año.

## CONCLUSIONES

El análisis de la deuda pública colombiana sobre su monto, su perfil, su impacto sobre el crecimiento y la probabilidad de una nueva baja en el futuro próximo, parece arrojar motivos de preocupación solamente sobre el primero de los aspectos analizados.

Para dar una opinión sobre el tema cabría preguntar, ¿cuál es el nivel óptimo de la deuda?

La microeconomía nos diría que la deuda puede seguir subiendo hasta el punto en que el costo de un nuevo aumento sea mayor que el beneficio obtenido con el uso de estos recursos adicionales.

El peligro de atender solamente este criterio para definir el monto óptimo es que, dadas las enormes necesidades en inversión física y social y los altísimos retornos sociales y económicos que esas inversiones tendrían, la deuda podría llegar a un nivel que la volviera insostenible.

Nuestra posición respecto a la preocupación sobre el monto de la deuda es que cualquier análisis sobre este punto debiera tener en cuenta además de su perfil (es claro que el tamaño óptimo está afectado por la estructura de plazos y la composición entre moneda nacional y moneda extranjera) y su grado de sostenibilidad, la rentabilidad social de los gastos que serían financiados con esos recursos.

# INFORME MENSUAL DE COYUNTURA ECONÓMICA

2018 - II

Este boletín es el resultado del trabajo realizado en el curso de taller de técnicas de investigación, fue elaborado por los estudiantes:

- Juan Sebastián Álvarez
- Andrés Esteban Avellaneda
- Juan Camilo Baller
- Javier Santiago Cuellar
- Angie Lizeth Gallego
- Margarita Imbett
- Juan Camilo Maldonado
- Harol Stiven Rodríguez
- Santiago Sierra
- Estefanía Vargas

Bajo la dirección y coordinación de la profesora Lucía Montoya y con el acompañamiento y edición del grupo SEÑALES.