



En este número:

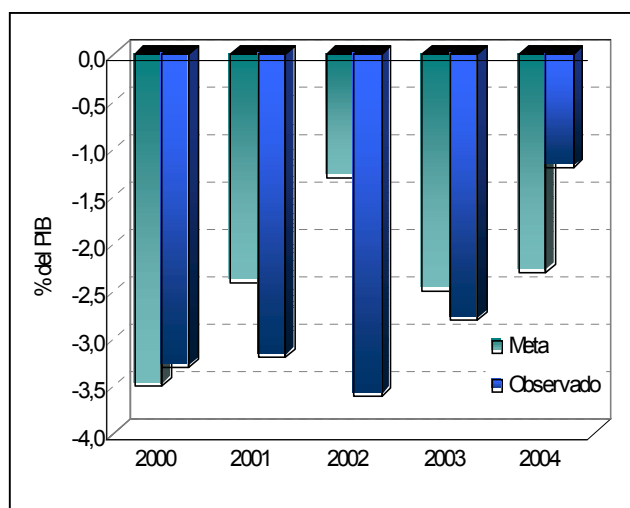
- **El resultado fiscal de 2004:**
"FLOR DE UN DIA"
- **Los prepagos de la deuda:**
NO SON LA SOLUCION DEFINITIVA

El resultado fiscal de 2004 **"FLOR DE UN DIA"**

Como en el caso de muchos analistas, recibimos con sorpresa el resultado fiscal de 2004. Sin embargo, contrario a la lectura favorable que muchos de ellos le han dado, nuestra percepción de la cifra no es tan positiva. Hoy podemos decir que la sorpresa se veía venir desde que el gobierno publicó las cifras al tercer trimestre caracterizadas por la normal ejecución presupuestal del Gobierno el positivo resultado de las entidades vinculadas al sector de hidrocarburos generado por la favorable evolución de los precios internacionales del crudo y por la baja ejecución de las administraciones territoriales relacionada con el letargo inherente al primer año de mandato.

Efectivamente, el déficit fiscal del sector público consolidado en 2004 fue de 1.2% del PIB, cerca de 3 billones por debajo del 2.5% que el Gobierno había pactado inicialmente con el Fondo Monetario Internacional, e inferior al resultado preliminar de 2.3% que había anunciado no hace muchos días (Gráfico 1). Precisamente, esta última desviación refleja la imposibilidad del Gobierno de controlar el déficit de las entidades territoriales, uno de los principales componentes del consolidado, lo cual implica que las cifras fiscales se muevan en un panorama incierto.

Gráfico 1
Déficit fiscal



Fuente: Ministerio de Hacienda

La baja ejecución del gasto en las entidades territoriales de 1,5 billones de pesos (0.6% del PIB) y la mayor acumulación de recursos en el Fondo de Ahorro de Estabilización Petrolera por más de \$850 mil millones (0.35% del PIB), en definitiva fueron la explicación del resultado. Sin embargo, esta aparente buena noticia deja de serlo, especialmente si se tiene en cuenta el impresionante resultado de déficit del Gobierno Nacional Central que superó los 13,4 billones de pesos (5.6% del PIB) y si se considera que el balance de las entidades territoriales en 2004 se devolverá en 2005, complicando aún más el difícil manejo fiscal que nos depara este año. El origen de este último fenómeno, la devolución del resultado de las entidades territoriales en 2004, radica en buena parte en la forma en que el Banco de la República y el Ministerio de Hacienda miden su déficit.

La metodología combinada de medición del déficit, en la que se utiliza la información de caja ajustada por la evolución de las cuentas por pagar o la deuda flotante con el fin de aproximar-

se al concepto de causación, no se aplica en su totalidad en el caso de la medición del déficit de las entidades territoriales. Aunque el Banco de la República se apoya en la información que recolecta el Sistema Integrado de Información Financiera (SIIF), un alto componente de la información territorial se evalúa con la metodología de caja, la cual se obtiene con el análisis de la evolución de los saldos de las cuentas que manejan cada una de las entidades territoriales en el sistema financiero.

El problema de este procedimiento radica en el hecho de que no importa que el déficit se haya causado mediante la adquisición de compromisos presupuestales; y como no se tiene esta última información para la totalidad de las entidades, bajo esta metodología se obtienen superávits equivalentes a las reservas de caja de los compromisos causados mas no pagados.

En 2005, la normalización de la ejecución presupuestal y el pago de muchos de los compromisos que se adquirieron a finales de 2004, combinados con la recuperación del “tiempo perdido en 2004” en materia de ejecución, producirá un resultado fiscal que agregará al balance normal de 2005 con un déficit equivalente a la des-
acumulación de recursos no pagados en 2004.

El resultado de las entidades territoriales en 2004 fue particularmente atípico, especialmente si se tiene en cuenta que hoy en día no tienen ningún estímulo para generar superávits permanentes. Actualmente no tiene sentido la aplicación de una política de generación de excedentes por dos razones, primero, por que va en contravía con la importancia de satisfacer las necesidades básicas de la población y segundo, por que a medida que ha transcurrido el tiempo y como resultado de la ejecución de los acuerdos de desempeño impulsados por el Ministerio de Hacienda, los entes territoriales requieren cada vez menos recursos excedentes para honrar las deudas que adquirieron de manera desbordada entre 1994 y 1998. Inclusive, para estabilizar la deuda en los niveles que hoy tienen los entes territoriales se requiere un superávit primario cercano al 0.1% del PIB.

No sobra recordar que el Gobierno anunció una meta de déficit fiscal de 2.5% que incluía un déficit del Gobierno Nacional Central de 6.1% del PIB (cerca de 16 billones de pesos), y un sector descentralizado que debía producir un superávit superior a los 10 billones de pesos (3.7% del PIB).

Al interior de este último resultado se consideraba, además de un superávit de las entidades no incluidas (Universidad Nacional, Icetex, Icfes etc.) sin una clara explicación por 1.4 billones (0.5% del PIB), un balance positivo de 1.3 billones para las entidades territoriales, que ahora luce imposible de conseguir.

En definitiva, y como lo han manifestado otros analistas conocedores del tema, no hay que bajar la guardia en materia de déficit fiscal.



Los prepagos de la deuda pública

NO SON LA SOLUCION DEFINITIVA

El alto nivel de endeudamiento público se ha constituido en uno de los mayores problemas de la economía colombiana en los últimos años. La deuda bruta pasó de representar el 30% del PIB a mediados de la década de los noventa, a ser un poco más del 60% al finalizar 2004 (Gráfico 2).

Preocupado por este rápido incremento y tratando de aprovechar las buenas condiciones financieras que ofrecen los mercados internacionales y las condiciones de liquidez que se viven al interior de la economía, el Gobierno Nacional anunció, por segunda vez¹ en el último año, la compra de U\$1.000 millones de reservas internacionales para usarlas en el prepago de deuda externa a lo largo de 2005.

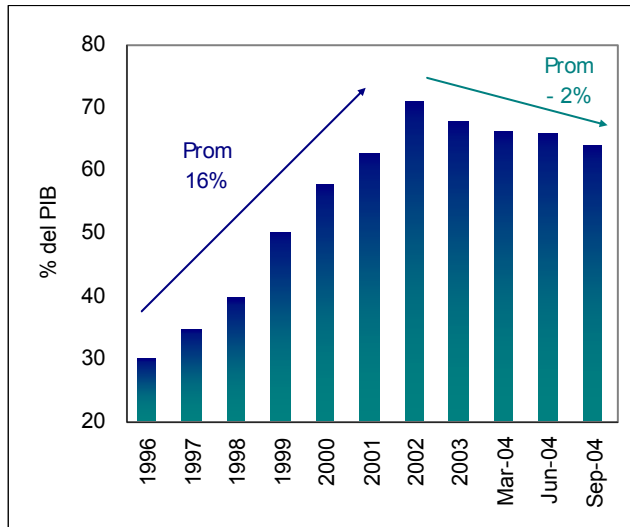
A pesar de que la propuesta del gobierno es una buena alternativa para continuar con el proceso de reestructuración de deuda, no se trata

¹ El primer prepago se hizo en el 2004 por un monto de U\$500 millones, el segundo se realizará por U\$1000 millones a lo largo de este año.

de una solución definitiva ni tampoco es una maniobra que se pueda realizar cada vez que el nivel de reservas internacionales supere su nivel óptimo².

Gráfico 2

Deuda pública bruta como porcentaje del PIB



Fuente: Ministerio de Hacienda

Como ya lo hemos dicho, el país requiere de soluciones de largo plazo que impliquen cambios estructurales en materia de gasto y crecimiento. En esta sección de la Semana Económica se analiza la dinámica reciente de la deuda, las ventajas y desventajas del prepago, y se plantearán dos ejercicios que confirman que el objetivo del gobierno se logra solamente a través de un verdadero ajuste fiscal que propenda por un mayor crecimiento económico.

La dinámica más reciente

El comportamiento en los últimos años de la deuda medida como su relación con el PIB, se puede dividir claramente en dos etapas. La primera, entre 1996 y el 2002, en la cual el nivel de endeudamiento registró un crecimiento acelerado,

en promedio 16% cada año (Gráfico 2). Este aumento se explica principalmente por el comportamiento del déficit del Gobierno Nacional Central, que alcanzó un punto máximo en 2002 cuando por cada millón de pesos producidos el país debía cerca de setecientos mil.

La segunda etapa comprende los años 2003 y 2004, periodo en el cual la deuda inicia una tendencia decreciente. Esta última se explica por la relativa eficacia de algunas modificaciones en la política fiscal del gobierno y por los mejores resultados en materia de crecimiento. Además, no sobra mencionar que, aunque el monto de la deuda externa en dólares no ha disminuido su valor en pesos si lo ha hecho como consecuencia de la apreciación del peso frente al dólar.

Durante este periodo también se registró un cambio importante en términos de las fuentes de financiamiento. Mientras que en 1996 por cada \$100 de crédito \$57 provenían del mercado interno y \$43 lo hacía de fuentes de financiamiento externas, en 2004 esta relación se modificó. Al mes de septiembre del mismo año, el 60% de la deuda estaba en manos de nacionales y el 40% de extranjeros, lo que podría considerarse como un factor positivo, pues como lo ha mencionado el Gobierno, esta estrategia ha reducido la exposición del país a fluctuaciones inesperadas en el mercado cambiario (Gráfico 3).

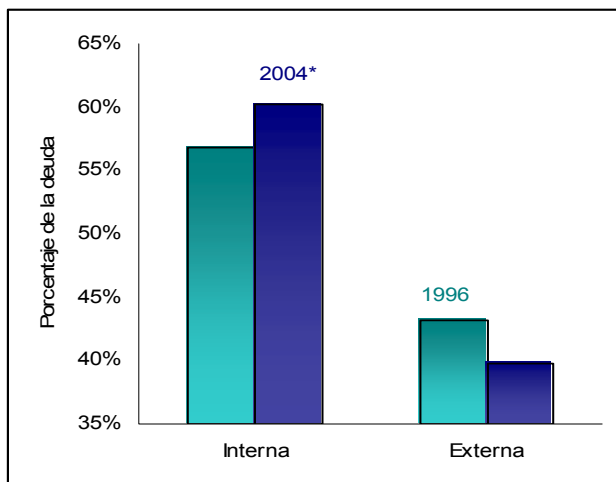
Ahora bien, si se analiza la composición de la deuda por tipo de prestamista, encontramos que una gran parte de ella se encuentra en títulos de tesorería, los cuales representan cerca del 45% del saldo total, seguida de lejos por los bonos internacionales, que alcanzan un porcentaje de tan sólo 23% y finalmente los créditos de la banca Multilateral que pesan 9%.

¿Qué tiene de bueno prepagar la deuda?

De acuerdo con el anuncio hecho por el Ministro de Hacienda, este año el gobierno nacional prepagará deuda por US\$1.000 millones, utilizando parte del exceso de reservas internacionales que acumuló el Banco de la República en 2004 y lo corrido de 2005.

² De acuerdo con la Balanza Cambiaria, al 18 de febrero las RIN ascendieron a US\$13.931 mill, superando el objetivo pactado con el FMI (US\$10.540 mill) y el saldo óptimo calculado por el Banco de la República (US\$10.101 mill).

Gráfico 3
Fuentes de la deuda pública



* Datos a septiembre
Fuente: Banco de la República

Este monto de recursos será destinado a cancelar una obligación que adquirió el país en 1999 con el Banco Interamericano de Desarrollo, a una tasa de interés Libor + 4 puntos, con vencimientos en 2006 y 2008. De realizarse la operación, se reduciría la participación del BID como acreedor nacional del 9% al 6% y representaría un ahorro de \$60 millones al año para el país.

En opinión de la Asociación Bancaria, aunque en estos momentos los títulos de deuda externa se están negociando a altos precios, la decisión de realizar esta operación es adecuada por varias razones.

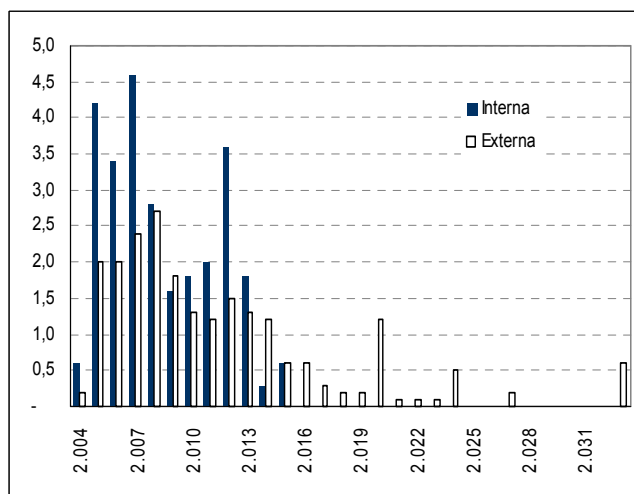
En primer lugar, se liquidaría una obligación por la cual se están pagando intereses muy altos, Libor + 4 puntos, particularmente si se tiene en cuenta que los nuevos compromisos se están pactando a Libor + 0.5 puntos. En segundo lugar, con esta operación se cubriría al país ante el riesgo de posibles ajustes hacia arriba de las tasas de interés internacionales. En tercer lugar, además de continuarse con la política de disminución del riesgo cambiario, la operación es especialmente conveniente en estos momentos, si se tiene en cuenta que el portafolio de TES del Banco de la República, que es el instrumento con el que tradicionalmente interviene para realizar sus ope-

raciones de contracción monetaria, se encuentra en niveles particularmente bajos, lo que limita su normal operación en el mercado monetario.

En relación con este último punto, es importante tener en cuenta los efectos fiscales que ha generado la política de defensa de la tasa de cambio por parte del Banco Central. Esta última se han traducido en un deterioro de los rendimientos del portafolio, debido a la alta concentración en dólares, que repercute directamente en el nivel de utilidades e indirectamente en el balance cuasi fiscal del Emisor y en los recursos transferibles al Gobierno Nacional Central.

A lo anterior se debe agregar que el gobierno estaría liquidando un compromiso que tiene su vencimiento en un periodo de alta concentración del servicio de la deuda (Gráfico 4). No obstante, es necesario empezar a buscar mecanismos adicionales que permitan suavizar esta tendencia y tratar de darle más peso a los años posteriores a 2015.

Gráfico 4
Perfil de la deuda colombiana



Fuente: Ministerio de Hacienda

A pesar de su bondad, no es la solución

Para que la señal de este esfuerzo llegue adecuadamente a todos los agentes del mercado, es necesario que la operación verdaderamente se efectúe y que se haga de forma transparente y clara de tal manera que no se genere ningún tipo de duda acerca de la utilización de estos recur-

sos. Al respecto, no sobra recordar la incertidumbre que generó la operación que anunció el gobierno el año pasado de utilizar los US\$ 500 millones que le transfirió el Banco de la República para prepagar deuda externa.

La conveniencia de la operación propuesta por el gobierno no puede considerarse como la solución definitiva a los problemas de nuestra deuda. El país aún mantiene niveles de endeudamiento muy altos y requiere con urgencia soluciones estructurales que le permitan lograr un crecimiento alto y sostenido. Como lo hemos dicho en varias ocasiones estas reformas deben propender por solucionar de manera definitiva el desajuste de nuestras finanzas públicas.

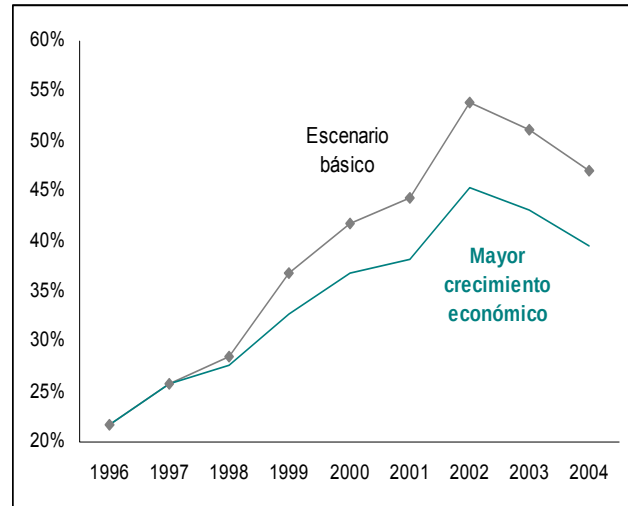
En la siguiente sección presentaremos un ejercicio muy sencillo que permite medir el impacto que ha producido el bajo crecimiento económico de los últimos 7 años y la devaluación acumulada de nuestra tasa de cambio en ese período, sobre el nivel de deuda pública.

En este ejercicio se toma como escenario básico los datos reportados por el gobierno en materia de deuda³, crecimiento y tasas de cambio para el periodo 1996 – 2004. Durante estos años, la economía creció en promedio 1.75%, con una devaluación real del 12% y una relación promedio deuda a PIB del 39%. Resalta el efecto favorable que han ocasionado sobre la deuda el mejor crecimiento económico y la revaluación de la tasa de cambio de los dos últimos años.

En la primera parte del ejercicio, se hace un cálculo contrafactual, en el que se analiza qué hubiera sucedido con la relación deuda a PIB si la economía hubiera crecido a una tasa constante del 4% entre 1998 y 2004, manteniendo las demás variables en sus niveles observados. Al reestimar el valor de la deuda como porcentaje del PIB durante ese periodo se encuentra que, si la economía hubiera crecido al 4% habríamos registrado una relación deuda a PIB en promedio de 34.6%, mostrando los cambios más importantes en los tres últimos años cuando esta relación

habría presentado un ajuste a la baja superior al 7.5% del PIB (Gráfico 5).

Gráfico 5
Efectos de un mayor crecimiento sobre la relación Deuda a PIB



Fuente: Banco de la República. Cálculos: ASOBANCARIA

Ahora bien, si además de suponer un crecimiento constante del 4.0% realizamos un ejercicio en el que se estima la tasa de cambio nominal que se habría requerido para mantener constante el Índice de Tasa de Cambio Real⁴ y que implica una devaluación menor a la observada en el período, encontramos que el efecto de la tasa de cambio sobre la relación deuda a PIB fue mucho mayor. Por ejemplo, en el 2002 se observa que este cociente habría sido menor en 15.6 puntos del PIB, de los cuales 8.5 puntos estarían explicados por el menor crecimiento y 7.1 por la devaluación.

En 2004 la deuda hubiera representado 35.2% del PIB y no 47.1% como lo ha reportado el gobierno con una diferencia de 11.9 puntos porcentuales, de los cuales 7.6 puntos tendrían su origen en el crecimiento y 4.3 puntos en la tasa de cambio (ver gráfico 6). En este punto es importante resaltar la disminución de 7.1 puntos a 4.3

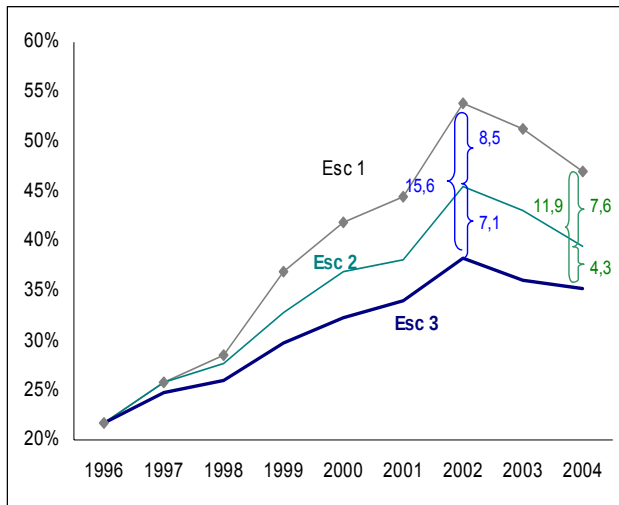
³ La información suministrada por el Ministerio de Hacienda corresponde a la deuda Neta de activos financieros del Sector Público No Financiero discriminada en interna y externa.

⁴ Manteniendo el nivel de competitividad de nuestra tasa de cambio en el de 1996, cuyo ITCR promedio fue cercano a 100.

puntos de la diferencia entre 2002 y 2004 en el caso de los efectos de la tasa de cambio, debida a la revaluación que se registró en esos dos años (Gráfico 6).

Gráfico 6

Efectos de un mayor crecimiento y de una menor devaluación sobre la relación Deuda a PIB



Esc. 1: Escenario básico

Esc 2: Mayor crecimiento

Esc 3: Mayor crecimiento y ITCR constante

Fuente: Banco de la República. Cálculos: ASOBANCARIA

Comentarios finales

Como se puede concluir del ejercicio anterior, el ajuste en el nivel de endeudamiento requiere de la ejecución de políticas que impulsen el crecimiento económico y que propendan por la estabilidad macro, básica para cualquier economía.

La principal de estas políticas y que solucionaría el problema de raíz se relaciona con la reducción de las necesidades de financiamiento que debe derivarse del ajuste de las finanzas del Gobierno Nacional Central.

El efímero resultado de 2004 no debe desviar la atención de la importancia que tiene el ajuste para la estabilidad y el desarrollo económico y social del país. Es importante insistir en la necesidad de que se continúe con el estudio y puesta en marcha de reformas estructurales que

tanto requiere el país. Si esto no se hace, el déficit seguirá aumentando año tras año y sólo tendremos la posibilidad de realizar reducciones marginales en el nivel de endeudamiento cuando el mercado así nos lo permita.

Queremos insistir en la conveniencia de la operación de transferencia de recursos del Banco de la República para realizar el prepago de deuda. Sin embargo, es necesario que esta operación se haga de forma clara y transparente para todos los agentes del mercado y que respete el destino de los recursos. De no cumplirse con estos requisitos, se enviaría una señal equivocada sobre la independencia del Emisor y la credibilidad del gobierno.