

EL ORIGEN DEL DESBALANCE DE LA CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS: ¿PÚBLICO O PRIVADO?

Existe actualmente una gran preocupación en relación con el desbalance macroeconómico que se reflejó en el creciente déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que durante el primer trimestre de 2007 representó 4,6% del PIB.

El origen de este desbalance ha sido atribuido al déficit del sector público y se ha lanzado la hipótesis de que en Colombia se estaría experimentando un fenómeno de "Déficits Gemelos"¹. Al respecto consideramos que hay suficiente evidencia para señalar que el déficit en la cuenta corriente que se registró en 2007 tuvo su origen en el sector privado y que factores como el mayor consumo de los hogares y la gran dinámica de la inversión fueron sus determinantes.

Las políticas adoptadas por el Banco de la República para contener la demanda agregada están alcanzando su objetivo, sin embargo la tendencia global en dirección de una mayor inflación, lleva a cuestionarse si es factible mantener la actual postura de política monetaria, sin arriesgar el dinamismo de la actividad productiva.

Si bien el sector público no ha sido el generador del déficit de la cuenta corriente, en el 2008 podría presentarse un cambio en la tendencia ya que se espera una reducción en el recaudo tributario y un aumento en el gasto que repercutirá de manera negativa sobre el balance del sector público.

¹ En la literatura económica se ha señalado que el fenómeno de los déficits gemelos resulta adecuado para explicar la relación de causalidad y de simultaneidad que se dio entre el déficit de la balanza de pagos y el déficit fiscal en Estados Unidos durante la década de los ochenta.

Este fenómeno podría reflejarse en un aumento en las necesidades de financiamiento del sector público y de paso producir presiones adicionales sobre la tasa de cambio y las tasas de interés domésticas. Esto, en un ambiente internacional de tasas bajas, podría exacerbar la apreciación del peso e impulsar el desbalance de las cuentas externas.

A todo lo anterior hay que agregarle los efectos que pueden producir la desaceleración de Estados Unidos, el posible deterioro de las relaciones comerciales de Colombia con Venezuela y el aumento de las importaciones de armas y equipo militar que de acuerdo con el gobierno superarán en 2008 los US\$1.600 millones.

El resultado del Gobierno Nacional al tercer trimestre de 2007

Las últimas cifras disponibles muestran que al cierre del tercer trimestre de 2007 el déficit del Gobierno Nacional (GN) representó 1,7% del PIB (\$6.106 mm) que, comparado con el mismo periodo de 2006 (cuando alcanzó \$8.228), implica una reducción en el balance de aproximadamente 0,9% del PIB (tabla 1).

Como se puede apreciar en la tabla 1, esta mejora en las cifras fiscales del GN no tuvo su origen en una reducción en el componente de gasto. Los intereses de la deuda, los gastos de funcionamiento y los de inversión, mantuvieron constantes sus participaciones en el PIB al mismo tiempo que las cifras de gasto global mostraron una ejecución cercana al 75%, registro que refleja la normal ejecución presupuestal y que es muy similar al observado en igual período de 2006.

La positiva evolución del balance

fiscal durante este periodo estuvo asociada con la mayor generación de ingresos, y especialmente con el sobrecumplimiento de las metas del recaudo tributario, descontando los ingresos del impuesto al patrimonio. Según la DIAN, durante 2007 los ingresos tributarios crecieron 14,4% y totalizaron \$60,3 billones. La buena dinámica de la economía, el cumplimiento del compromiso de recaudo del impuesto al patrimonio y una mejora en la cultura tributaria contribuyeron a que 2007 se convirtiera en el tercer año consecutivo de sobrecumplimiento de las metas de recaudo tributario.

Tabla 1
Gastos totales del GN (ene-sep 2006 y 2007)

Concepto	Ene-sep (% PIB)		Crec % 2007/2006	Ejecución***	
	2006	2007*		2006	2007*
2. Gastos Totales	16,2	16,1	10,2	74,8	75,1
2.1 Gastos Corrientes	14,4	14,3	9,8	73,3	73,4
Intereses	3,7	3,7	11,9	84,6	88,0
Intereses deuda externa	0,9	0,8	-0,5	75,1	74,5
Intereses deuda interna	2,6	2,7	13,6	88,5	94,4
Indexación TES B	0,2	0,2	51,8	87,5	78,1
Funcionamiento**	10,7	10,6	9,1	70,0	69,3
Servicios Personales	1,7	1,7	8,2	65,9	64,8
Transferencias	8,2	8,1	9,5	70,6	69,5
SGP	3,9	3,8	6,4	80,4	79,3
Pensiones	2,6	2,8	19,5	62,5	67,0
Otras transferencias	1,8	1,6	1,7	65,2	56,6
Gastos Generales	0,8	0,8	7,3	73,9	78,9
2.2 Inversión**	1,7	1,8	9,0	90,7	89,3
2.3 Prestamo Neto	0,1	0,1	-38,7	82,8	42,1
3. (Déficit)/Superavit total	-2,6	-1,7	-25,8	62,8	52,3

Fuente: CONFIS. * Cifras preliminares. ** Incluye pagos y deuda flotante. *** Frente a lo proyectado en el Marco Fiscal de Mediano Plazo.

Las cifras del GN al tercer trimestre muestran también que en lo corrido de 2007 los ingresos tributarios representaron 12,8% del PIB y que se incrementaron en 16,2% frente a lo observado en el mismo periodo de 2006, registro que supera en más de 3% el crecimiento nominal del PIB en 2007 (tabla 2).

El recaudo que más aportó al buen resultado durante este periodo, además del originado en el primer pago del impuesto al patrimonio (que contribuyó con 0,3% del PIB) fue el del impuesto de renta, que pasó de representar 5,3% del PIB en 2006 a 5,5% del PIB en 2007. A ese favorable resultado también se sumaron los recaudos por concepto de arancel e IVA que en conjunto pasaron de representar 5,7% del

PIB en 2006 a 5,9% en 2007.

En conclusión, el resultado del GN al tercer trimestre resultó positivo. Cuando se estima el balance para el total del año, se encuentra que comparado con lo proyectado inicialmente en el plan financiero, el déficit experimentó una reducción de 4,1% del PIB a 3,7% del PIB incluyendo los costos de la reestructuración financiera. De acuerdo con el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, el sector público consolidado mostró el año pasado una mejora en el déficit de 1,3% del PIB calculado inicialmente a 0,7%.

Tabla 2
Ingresos totales GN (ene – sep 2006 y 2007)

Concepto	Ene-sep (\$MM)		Ene-sep (% PIB)		Crec %
	2006	2007*	2006	2007*	
1. Ingresos Totales	43.721	51.142	13,6	14,4	17,0
1.1 Ingresos Corrientes	39.323	45.635	12,2	12,8	16,1
Ingresos Tributarios	39.117	45.457	12,2	12,8	16,2
Administrados por la DIAN Inter.	30.147	35.270	9,4	9,9	17,0
Renta	17.105	19.509	5,3	5,5	14,0
IVA interno	10.282	11.885	3,2	3,3	15,6
GMF	1.922	2.181	0,6	0,6	13,5
Timbre	556	566	0,2	0,2	1,8
Patrimonio	281	1.129	0,1	0,3	301,6
Administrados por la DIAN Exter.	8.059	9.225	2,5	2,6	14,5
Gravamen Arancelario	2.464	3.046	0,8	0,9	23,6
IVA Externo	5.595	6.179	1,7	1,7	10,4
Impuesto a la Gasolina	875	900	0,3	0,3	2,9
Resto Tributarios	36	61	0,0	0,0	70,7
Ingresos no tributarios	206	178	0,1	0,1	-13,6
1.2 Fondos Especiales	371	415	0,1	0,1	11,9
1.3 Ingresos de Capital	3.980	5.064	1,2	1,4	27,2
Rendimientos Financieros f. propios	397	293	0,1	0,1	-26,1
Rendimientos Financieros f. admin.	306	222	0,1	0,1	-27,3
Recuperación cartera SPNF (int)	109	97	0,0	0,0	-11,3
Excedentes Financieros	3.015	4.298	0,9	1,2	42,6
Otros ingresos de capital	153	153	0,0	0,0	-0,4
1.4 Ingresos Causados	47	29	0,0	0,0	-39,5

Fuente: CONFIS. * Cifras preliminares.

Finalmente, es conveniente reconocer que como consecuencia de esta favorable evolución, el balance del Gobierno Nacional al finalizar el año arrojó por primera vez en la última década un superávit primario cercano al 1% del PIB.

Caracterización del desbalance macroeconómico

Uno de los aspectos de preocupación para las autoridades económicas que nubla el panorama para 2008 es el creciente déficit en cuenta corriente.

En los últimos cuatro años el déficit de la cuenta corriente de la balanza de

pagos, pasó de 0,92% del PIB en 2004 a 3,41% del PIB en el acumulado al tercer trimestre de 2007. Por su parte, las cifras trimestrales revelan que entre enero y marzo de 2007 el déficit representó 4,6% del PIB; durante el segundo y tercer trimestre del año éste se ubicó en 3 y 2,7% del PIB, respectivamente. Esto quiere decir que a lo largo del 2007, y hasta el tercer trimestre, el déficit en cuenta corriente se estuvo reduciendo. Es posible que esto haya sido una consecuencia, parcial al menos, de un ajuste privado inducido por la política monetaria contractiva. Es diciente sin embargo, que el déficit de la cuenta corriente en 2007 haya sido el más alto de los últimos siete años.

El origen de este desbalance está en la fuerte expansión de la demanda interna, presionada por el crecimiento de gasto del sector privado en consumo e inversión. En efecto, las cifras revelan que en el acumulado al tercer trimestre de 2007 el consumo final de los hogares creció 7,36% y la inversión total lo hizo en 22%. Estos elementos determinaron que el crecimiento de la demanda interna fuera cercano al 10%.

Precisamente, una de las manifestaciones más explícitas del alto nivel de la demanda interna ha sido el déficit comercial de la balanza de pagos, que en el primer trimestre de 2007 registró 2% del PIB y en el acumulado a septiembre contabilizó 1% del PIB. El elevado dinamismo que tuvieron las importaciones durante 2007 para satisfacer la creciente demanda interna se vio reforzado por la apreciación del peso frente al dólar. Las compras al exterior de bienes de consumo y de capital se incrementaron en 30,8% y 26,9% anual, respectivamente, y alcanzaron a representar 9,8% del PIB, es decir, 3,6 puntos porcentuales más que en el año 2000.

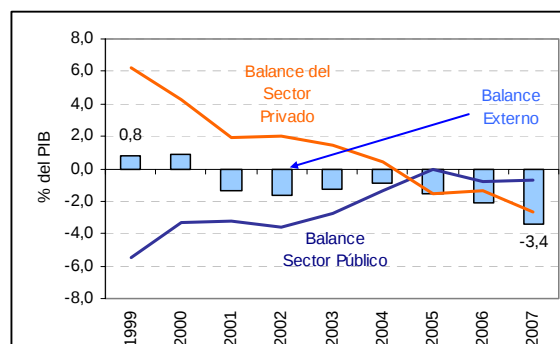
Otro de los aspectos que contribuyeron a explicar este desbalance es el déficit de US\$5.340 millones en la renta de los factores, equivalente a 4,24% del

PIB². Este resultado estuvo asociado con los giros por concepto de remisión de utilidades derivados del aumento registrado en los últimos años por la Inversión Extranjera Directa (IED), que en 2007 alcanzó los US\$6.791 millones. Entre enero y septiembre la remisión de utilidades y dividendos al exterior alcanzó los US\$4.411 millones, cifra que representó 3,5% del PIB. Es conveniente tener en cuenta que la afluencia de capitales asociada a la inversión extranjera directa, en el tiempo se ve compensada por las salidas correspondientes al pago de los dividendos de las inversiones.

Por todo lo anterior se podría anticipar que el abultado déficit en cuenta corriente se generó por un evidente desbalance en el sector privado.

Al analizar la evolución histórica de los balances de los sectores externo, público y privado, se observa que desde 2005 buena parte del déficit en cuenta corriente ha estado explicado por el deterioro en el balance privado que pasó de -1,5% del PIB en 2005 a -2,7% en 2007. Cuando se observan en conjunto estos balances se puede concluir que el aumento en los flujos externos ha estado determinado por un aumento en el déficit del sector privado o lo que es lo mismo por un deterioro de su nivel de ahorro vis a vis la inversión (gráfico 1).

Gráfico 1
Balance del sector público, privado y externo como % del PIB



Fuente: Ministerio de Hacienda, Banco República, cálculos Asobancaria.

² En el año 2000 este rubro representaba el 2,72% del PIB.

Lo anterior indica que la preocupación de la Junta Directiva del Banco de la República por el aumento en la demanda interna -acompañado de una sustitución del ahorro privado por ahorro externo-, es válida y pone sobre la mesa la necesidad de analizar si Colombia contará en el futuro próximo con los recursos necesarios para seguir financiando el déficit creciente de la cuenta corriente.

La incidencia de las decisiones de la Junta sobre la demanda agregada y sobre el crédito es cada vez más evidente.

La tasa de crecimiento del crédito muestra una fuerte desaceleración al comenzar el 2008. Descontando el efecto estacional que supone un menor ritmo de actividad económica en las primeras semanas del año, tanto las cifras de saldos de cartera, como las de desembolsos de crédito dan cuenta de una marcada desaceleración, en especial de la cartera de consumo.

En las primeras cuatro semanas del año (hasta el 25 de enero) se desembolsaron \$1,26 billones en créditos de consumo, lo que representó una caída anual de los desembolsos de 12% en términos reales. Esta cifra es significativa si se tiene en cuenta que en igual periodo del 2007 este tipo de colocaciones crecían al 28,7% real.

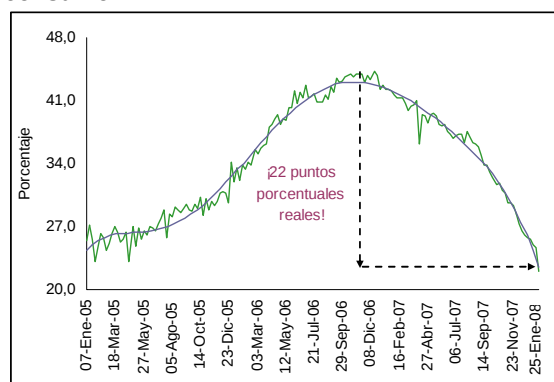
En materia de saldos, al 25 de enero la cartera bruta llegó a \$120,6 billones, registrando una variación real anual del 16,4%, es decir, 10 puntos porcentuales (p.p.) menos de lo que crecía hace un año. La mayor desaceleración la exhibió el saldo de cartera de consumo con \$34,3 billones y un incremento real anual del 22,1%, mientras que en 2007 venía creciendo a un ritmo real anual del 42% (gráfico 2).

El menor ritmo de crecimiento de la cartera acentúa la tendencia que se venía observando desde el año pasado, y obedece a la política de encajes del Banco de la República, y a la necesidad que tienen los bancos de velar por un adecuado

balance entre el crecimiento de su actividad y la calidad del crédito.

De mantenerse el actual ritmo de desaceleración crediticia, se tendrán que ajustar hacia la baja las estimaciones que se tenían inicialmente de una variación a finales de 2008 entre 15 y 17%. Una cifra cercana al 10% parecería más razonable con la última información disponible.

Gráfico 2
Tasa de crecimiento real anual del crédito de consumo



Fuente: Superintendencia Financiera, cálculos Asobancaria.

La contracción en el ritmo de expansión del crédito puede contribuir a frenar la expansión de la demanda agregada privada y por este canal a corregir el desequilibrio externo descrito anteriormente. La pregunta de fondo es si dado el contexto internacional y en particular las presiones globales para una mayor inflación, es conveniente continuar con este tipo de ajustes a la demanda interna. La potencial consecuencia de tratar de aferrarse a la meta actual, en un contexto de choques de oferta globales, es un ajuste excesivo en la demanda que conduzca a una posible recesión.

El componente fiscal no ha sido determinante hasta ahora, pero...

Como se mencionó, los resultados fiscales no fueron los generadores del desbalance macroeconómico que indujo el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos en 2007.

Sin embargo, para 2008 existen varios factores que pueden influir de manera significativa sobre el balance del Gobierno Nacional. Entre ellos se cuentan las mayores presiones de gasto derivadas de la política de seguridad democrática, de los compromisos ineludibles del pago de pensiones, de la iniciativa presidencial de aumentar el gasto social, así como de la responsabilidad de responder por los recursos necesarios para el desarrollo de las regiones.

En el 2008 las cuentas del Gobierno Nacional experimentarán plenamente el impacto negativo de la reforma tributaria aprobada en 2006 que 1) eliminó la sobretasa al impuesto de renta y redujo en un punto la tarifa del gravamen (de 35 a 34%); 2) incrementó de 30 a 40% la deducción al impuesto de renta a las empresas por inversión en nuevos equipos y maquinaria, y 3) autorizó la deducción del gravamen de renta el 25% del GMF y hasta el 100% de los impuestos locales³.

Esta reducción en los ingresos tributarios tendrá un fuerte impacto sobre las finanzas gubernamentales, toda vez que los ingresos que generan los impuestos internos fueron los responsables del buen desempeño fiscal durante 2007. Según estimaciones de la DIAN, en 2008 el impacto de la reforma tributaria sobre los ingresos del gobierno puede bordear los 2,2 billones.

Por otra lado, aún está por aclararse el rumbo que tomará el conflicto derivado del fallo del Consejo de Estado que determinó el pago por \$224 mil millones por parte del gobierno a los antiguos accionistas de Granahorrar por las supuestas irregularidades en el proceso de nacionalización del banco. De no fallarse a favor del Estado, la nación estaría en la obligación de realizar dicho pago en 2008 generando efectos adicionales sobre el déficit.

El gobierno también ha manifestado su compromiso de seguir cumpliendo con los pagos crecientes de pensiones y el giro de los recursos del Sistema General de Participaciones (SGP). En el caso de las pensiones, se espera que en los próximos años, aumenten desde 4,5% del PIB en 2008, hasta 4,8% del PIB en 2010, año en el que estas erogaciones llegarán a su pico.

Así mismo, en 2008 el Gobierno Nacional recibirá recursos como resultado del traspaso de los fondos provenientes del Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera por cerca de \$2.384 mm (0,6% del PIB), los cuales se destinarán en su totalidad al financiamiento del gasto.

En relación con las transferencias a las entidades territoriales, se encuentra que, como resultado de la aplicación del Acto Legislativo 04 de 2007, el gobierno deberá garantizar entre 2006 y el 2016 recursos crecientes para las regiones que pasarán de \$15,6 billones en 2006 a \$23 billones⁴ en 2016, con un aumento cercano al 40% durante este periodo.

Adicionalmente hay que tener en cuenta que en este año, como resultado del proceso de democratización de ECOPETROL, esta entidad no será incluida dentro del balance del Sector Público Consolidado, situación que le representa al gobierno la pérdida de un importante “comodín”, cuyos superávits contribuían de forma significativa en el ajuste del balance fiscal consolidado.

Todos los elementos anteriormente enunciados podrían verse reflejados en un claro deterioro del déficit del Gobierno y de paso del consolidado del sector público.

Como ocurrió en la historia reciente de nuestras finanzas públicas, de no tomarse a tiempo las medidas para corregir ese potencial desbalance, el desfase se traduciría en un aumento de las necesidades de financiamiento del sector público. Si este se cubre con recursos externos, su monetización afectaría de manera directa la tasa de cambio y con ello

³ Esto se ve parcialmente compensado con el incremento del recaudo asociado a la eliminación de los ajustes integrales por inflación.

⁴ A precios constantes de 2006.

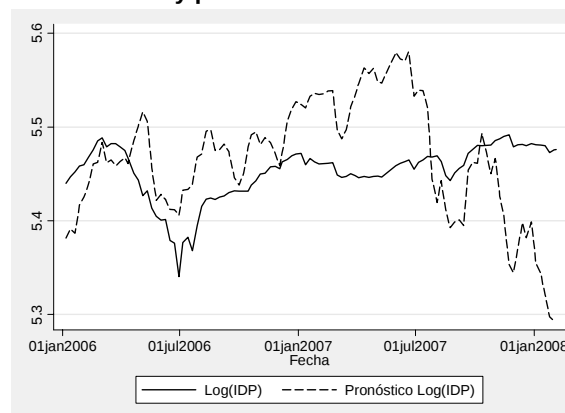
el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Si el aumento en las necesidades de financiamiento se cubre con recursos internos, se podrían producir presiones adicionales sobre las tasas de interés de la deuda pública que en un ambiente de tasas de interés externas bajas, se tornaría en un factor adicional de apreciación de nuestra moneda con el consecuente efecto sobre el desbalance de las cuentas externas.

En cualquier caso, los mercados financieros parecen percibir que la situación fiscal a futuro se mantendrá estable. Este se puede comprobar por medio de un ejercicio empírico que permite diferenciar el impacto de factores internos y externos sobre el comportamiento del precio de la deuda pública. En los últimos meses la percepción del riesgo de los mercados emergentes, medida en el spread de EMBI, ha ido aumentando. En ese escenario global es de esperarse que el precio de la deuda se deteriore a no ser que haya factores internos que estén compensando ese factor. En el gráfico 3 se muestra la predicción de un modelo para el precio de la deuda pública de Colombia basado en factores internacionales (el spread del EMBI global y tasas de interés internacionales) y un índice del precio de la deuda pública. La línea punteada muestra la predicción del modelo, y refleja como, en la actual coyuntura financiera global, habría de esperarse una fuerte caída en el precio de la deuda.

El hecho que el precio de la deuda se mantenga en los niveles que muestra el gráfico, sugiere que hay algún efecto interno haciendo contrapeso a los factores globales. Dicho en otras palabras, el hecho de que el precio de la deuda se mantenga en niveles superiores a lo que pronostica el modelo, refleja la confianza de los mercados en la estabilidad fiscal colombiana.

Gráfico 3
Evolución IDP y pronóstico del modelo externo⁵



Fuente: Corficolombiana, JP Morgan. Cálculos Asobancaria.

Comentarios finales

El exceso de inversión privada sobre ahorro privado se ha traducido en un creciente déficit en la cuenta corriente que en el acumulado al tercer trimestre de 2007 alcanzó el 3,4% del PIB. La postura fiscal, por su parte, fue favorable en 2007 y los modestos crecimientos en el consumo y la inversión pública descartan la posibilidad de que este sector hubiera sido el generador del desbalance que se registró en el frente externo.

Los últimos resultados de la inflación para el mes de enero reflejaron nuevamente que los precios de los alimentos seguirán ejerciendo fuertes presiones sobre el comportamiento de la inflación en 2008. Este fenómeno, sumado al incumplimiento de la meta de inflación del año pasado y a las recientes decisiones de la Reserva Federal en materia de tasas de interés hacen que la maniobrabilidad del Banco de la República para enfrentar esta coyuntura con sus herramientas tradicionales se haya reducido.

Aunque en los últimos años se han producido mejoras sustanciales en el frente fiscal, las perspectivas de deterioro en el balance del gobierno muestran la importancia de monitorear lo fiscal con

⁵ La línea punteada muestra el pronóstico del índice de deuda pública (IDP) de Corficolombiana, en que se explica su evolución con base en el comportamiento de las tasas de interés internacionales y el spread del EMBI global.

mayor detalle. El ambiente internacional sigue complejo, y probablemente los ajustes globales inducirán una mayor apreciación del tipo de cambio real, el cual puede darse ya sea por la vía de un ajuste en la tasa de cambio nominal, o por la vía de un aumento en el nivel de precios.

Igualmente hay presiones globales, por el lado de la oferta, que sugieren la persistencia de niveles de inflación elevados a nivel global. De hecho, en Colombia, las expectativas de inflación implícitas en los TES, muestran niveles superiores a la meta definida por la autoridad monetaria (gráfico 4).

Gráfico 4: Inflación implícita de los títulos de la deuda pública*



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria. * Inflación implícita = $iTES_{\text{pesos2010}} - iTES_{\text{uvr2010}}$.

En el actual contexto global, donde se registran presiones inflacionarias elevadas, conviene preguntarse si es conveniente o no que las autoridades se aferren de manera estricta a la meta de inflación. Si las presiones inflacionarias vienen por choques de oferta globales, es posible que el ajuste en la demanda que deba impulsar la autoridad monetaria para compensarlos tenga que ser excesivo y termine llevando a la economía a una recesión.

Asobancaria considera inadecuado realizar ajustes de política monetaria más allá de los que ya se han llevado a cabo, y resalta la necesidad de comenzar a revertir las políticas de elevación de encajes tomadas el año pasado, que a la postre, en el contexto de una disminución de la actividad económica, podrían resultar altamente nocivos para que el sistema contribuya a amortiguar el aterrizaje.