

¿Enfermedad holandesa? Remedios para curar sus síntomas

Al realizar un análisis de la evolución del estado de la economía Colombiana en la actual coyuntura, se encuentra que el petróleo cada vez tiene un peso más importante. Entre otras, está teniendo efecto sobre las exportaciones, la inversión extranjera, la tasa de cambio, los ingresos y egresos del gobierno y la inflación.

Cuando este cuadro se presenta, la inquietud que empieza a rondar entre los analistas es si la bonanza petrolera generada por un boom de precios desembocará en un episodio de “enfermedad holandesa” con las consecuentes presiones para reasignar recursos hacia sectores no transables.

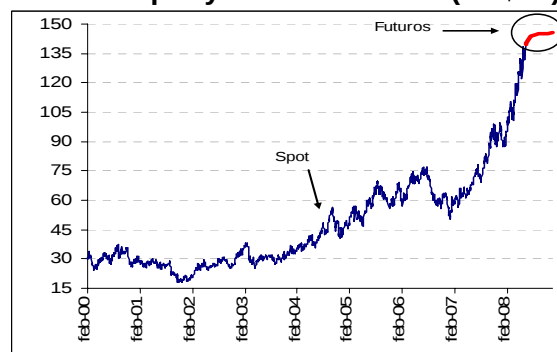
En esta Semana Económica analizamos los efectos que el petróleo está produciendo sobre la economía colombiana. Llamamos la atención que los mecanismos que existían para morigerar ingresos petroleros extraordinarios, tales como el FAEP, desaparecieron y por ello es urgente activar instrumentos que eviten que los beneficios de la bonanza terminen por ahogar el desarrollo del aparato productivo nacional. En este sentido proponemos la creación de un Fondo Gubernamental de Estabilización del Petróleo que podría ahorrar en 2008 cerca de US\$3.000 millones.

Los precios del crudo

No deja de sorprender la forma en que se modificó el escenario de precios de los commodities, y en particular el del petróleo. Hace apenas cinco años la cotización del crudo era de US\$25/barril, y había un sentimiento en el mercado que la oferta era

más que suficiente, por lo que era “seguro” suponer que estos niveles serían sostenibles en el largo plazo. De hecho muchas empresas a nivel mundial evaluaban sus proyectos de inversión asumiendo que los precios internacionales estarían en el rango de US\$20 a US\$30/b. Para sorpresa de muchos el precio internacional empezó a reaccionar en forma importante hace unos cuatro años. En febrero de este año el valor del crudo WTI¹ alcanzó la barrera de US\$100/b. y actualmente se cotiza en niveles superiores a los US\$140 /b (gráfico 1)².

Gráfico 1:
Evolución reciente de la cotización en el mercado spot y futuros del WTI (US\$/b.)



Fuente: Energy Information Administration – NYMEX.

Las explicaciones que se han dado para los fuertes incrementos se basan en la conjugación de factores del lado micro y macroeconómico. Entre los primeros sobresale el aumento de la demanda mundial de energía, en particular de países de Asia Emergente, que no se ha compensado con mayor oferta de crudo.

¹ West Texas Intermediate

² Cifras de NYMEX: New York Mercantile Exchange.

Cuando los inventarios están en niveles bajos hay una posición vulnerable ante cualquier choque externo³. Otro factor que ha contribuido a impulsar las cotizaciones del petróleo, es que muchos inversionistas han encontrado en los commodities una alternativa de cobertura rentable ante el debilitamiento del dólar y la desvalorización de las acciones.

Entre los factores macroeconómicos sobresale el bajo nivel de tasas de interés real a nivel mundial, el cual ha generado un efecto dinamizador sobre la demanda agregada global que a su vez a derivado en mayor demanda por commodities.

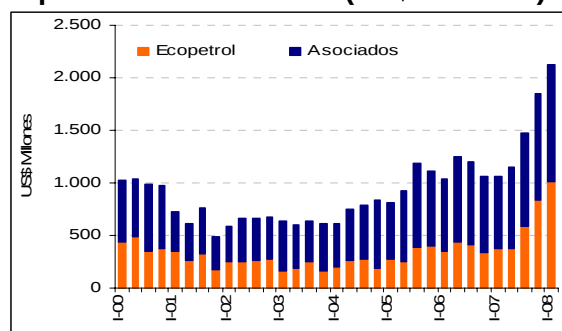
¿Cuáles son los efectos en Colombia?

Veamos los efectos que se están presentando por el incremento en las cotizaciones del crudo.

1. Exportaciones

Durante el primer trimestre del año las exportaciones de petróleo y sus derivados totalizaron US\$2.687 millones, US\$1.368 más que en igual periodo de 2007, lo que equivale a un crecimiento de 104%. De este valor, US\$2.123 millones correspondió a crudo, cifra históricamente alta pues es casi el total exportado en el primer semestre de 2007 (gráfico 2).

Gráfico 2:
Exportaciones de crudo (US\$ Millones)



Fuente: Banco República, Estadísticas Balanza de Pagos.

³ Según la British Petroleum, en 2007 la demanda de crudo en China se incrementó 4,3% mientras que la de EEUU se redujo en 0,1%. De acuerdo con la Energy Information Administration los inventarios en abril de 2008 alcanzaron 1.020 millones de barriles mientras que en igual periodo de 2006 correspondían a 1.036 millones de barriles.

En relación con el volumen, entre enero y marzo se vendieron al exterior 264 miles de barriles diarios (MBD) lo que representa un 15% más que en igual periodo del año anterior.

Además de los efectos directos de las ventas de crudo y sus derivados, está el efecto indirecto por las exportaciones de bienes y servicios a Venezuela, sin duda dinamizadas por los precios del crudo. Las compras de ese país a Colombia contabilizaron US\$1.314 millones durante el primer trimestre del año (15,2% del total exportado), con un crecimiento de 54,6%.

2. Inversión Extranjera

La alta rentabilidad del negocio induce mayores inversiones en el sector. Lo anterior, en el contexto de un país más atractivo para el capital externo, hizo que durante 2007 la inversión extranjera directa (IED) fuera US\$9.040 millones, de los cuales el 37% (US\$3.324 millones), se orientó hacia el sector petrolero. Entre enero y marzo de 2008, los flujos de IED totalizaron US\$3.146 millones, de los cuales US\$948 millones se dirigieron a este sector, US\$284 millones más que en 2007.

3. Tasa de cambio

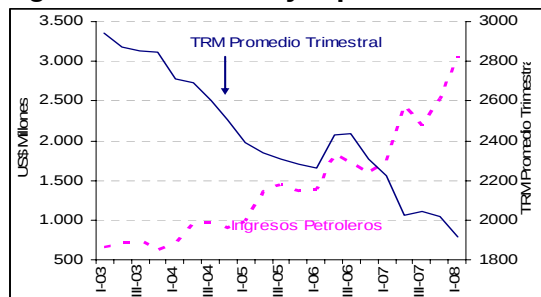
En los últimos años es visible la relación entre el petróleo y la tasa de cambio, a través de factores como la debilidad del dólar y la mayor propensión de los inversionistas a cubrirse invirtiendo en commodities. Esto unido a los crecientes diferenciales de interés y la mayor confianza inversionista han incentivado un influjo masivo de dólares hacia este sector en nuestro país, agudizando el fenómeno de revaluación (gráfico 3).

4. Inflación

Los precios del crudo han pasado la cuenta de cobro tanto en las economías emergentes como desarrolladas por la vía una mayor inflación. Aunque las ponderaciones de las canastas de bienes en ambos grupos de países difieren considerablemente, el efecto del escenario alcista en las cotizaciones del crudo se ha hecho sentir tan-

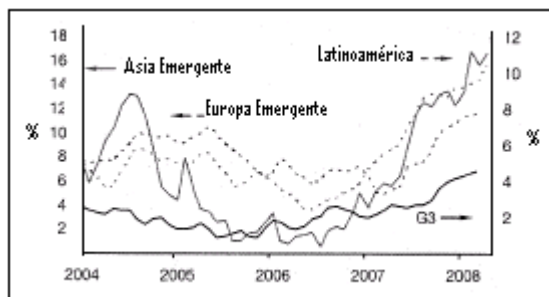
to en los alimentos, como en los energéticos y combustibles, siendo particularmente fuerte en los primeros (gráfico 4)

Gráfico 3
Ingresos Petroleros y Tipo de cambio*



Fuente: Banco de la República, *Ingresos Petroleros: IED en el sector + Exportaciones petroleras.

Gráfico 4:
Inflación al consumidor de Alimentos



Fuente: The Institute of International Finance. "Rising Commodity Prices: Causes and Consequences". p. 7

En Colombia, buena parte de las presiones inflacionarias provienen del aumento en los precios de los combustibles, los lubricantes y el transporte. Además está el efecto indirecto sobre los alimentos por la vía de los mayores costos de producción asociados a los fertilizantes, que en los últimos doce meses han aumentado en al menos 18,3%⁴. De acuerdo con el DANE, en el primer semestre la inflación al consumidor se ubicó en 6,02%, siendo los alimentos el grupo de gasto cuyo incremento (11,96%) explicó el 63% del alza en los precios. También sobresalió el aumento en los combustibles que ha sido de 9,02% en el último año, al tiempo que las tarifas del transporte público han experimentado incrementos de 8,07%.

⁴ La cifra corresponde al grupo de abonos y productos nitrogenados en el IPP de oferta interna publicado por el DANE.

5. Ingresos y gastos del gobierno

Cada vez se observa una mayor dependencia de la Nación a los ingresos provenientes del petróleo. El fisco se beneficia por diferentes vías: 1) Impuesto a la renta de Ecopetrol y las otras empresas petroleras; 2) Dividendos recibidos por la participación del gobierno en Ecopetrol; 3) Impuestos a la gasolina y al ACPM y a las ventas de combustibles.

Las cifras del Marco Fiscal de Mediano Plazo, muestran que en 2007 los ingresos del gobierno ascendieron a \$65 billones de los cuales el 11% (\$6.8 billones) provinieron de los dividendos y el impuesto de renta de Ecopetrol, así como los demás gravámenes asociados a los combustibles. Para 2008 esta participación subirá a 15% de los ingresos totales, lo que equivale a cerca de \$11 billones⁵.

Los ingresos del gobierno provenientes de la explotación del petróleo han aumentado considerablemente. Mientras que en 2003 estos equivalían a \$3.6 billones, este año serán cercanos a \$11 billones, es decir un incremento de \$7,3 billones. No es sano, por supuesto, que estos ingresos financien gastos permanentes del gobierno.

Además, buena parte de estos recursos se han destinado a atender los subsidios que existen sobre los combustibles. Aquí conviene preguntarse qué tan eficiente es recibir impuestos a la gasolina cercanos a \$2.8 billones y luego tener que girar subsidios superiores a \$5 billones a los mismos consumidores⁶.

¿Qué tan expuestos estamos a una enfermedad holandesa?

Ante los fuertes impactos que está generando el sector petrolero sobre toda la economía, existe el temor que el país esté empezando a mostrar los síntomas de lo que en la literatura económica se conoce como "enfermedad holandesa".

Esta denominación surgió para referirse a los efectos adversos sufridos por Holanda en los años sesentas luego de los

⁵ Incluyendo los ingresos del primer desembolso del FAEP.

⁶ Proyección oficial de subsidio en 2008.

descubrimientos de hidrocarburos en el Mar del Norte y desde entonces se usa para referirse a situaciones en las que por hallazgos de algún recurso natural o un brusco incremento de precios se genera un auge de exportaciones primarias. El principal síntoma de la enfermedad es la apreciación de la moneda local resultante del exceso de divisas que deja el boom exportador, así como el gasto en plazos cortos de los recursos provenientes de la bonanza. Las secuelas más características son la pérdida de competitividad de aquellos sectores con vocación exportadora junto con un auge de las actividades no transables.

Es bien conocido que tras su efecto sobre la apreciación del tipo de cambio y las modificaciones en los precios relativos se genera una fuerte preferencia por importaciones, así como una recomposición del aparato productivo en menoscabo de los sectores transables, situación que al desaparecer en el largo plazo puede generar efectos devastadores.

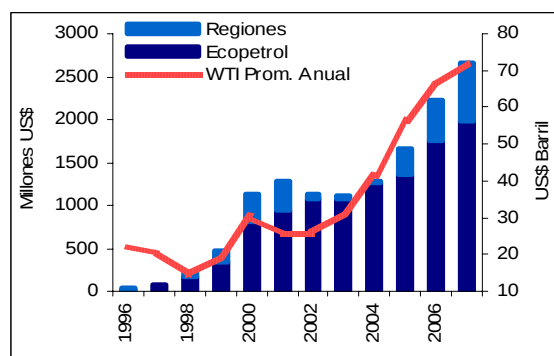
Para enfrentar esta “enfermedad”, la literatura económica ha sugerido la aplicación de una estricta política fiscal y el establecimiento de fondos de estabilización que esterilicen la entrada de recursos, reduzcan la proclividad al gasto del gobierno y mantengan estables sus ingresos. Países como Noruega y Chile⁷ han implementado exitosamente este tipo de mecanismos que contribuyen a limitar la apreciación de la moneda y ayudan a enfrentar la volatilidad económica cuando los precios caen, utilizando los recursos que han sido ahorrados.

Colombia ha tenido experiencias en esta materia como la creación del Fondo Nacional del Café y el Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera (FAEP). Este último se diseñó con objetivos de carácter fiscal y macroeconómico para estabilizar los ingresos que se esperaban de la explotación de los campos de Cusiana y Cupiagua⁸. El primer objetivo buscaba evitar fluctuaciones del gasto público, al aislarlo de los aumen-

tos en los ingresos petroleros. El segundo era evitar que la entrada masiva de divisas se tradujera en presiones sobre el nivel de precios y el tipo de cambio. El sistema contemplaba un periodo en el cual Ecopetrol, el Fondo Nacional de Regalías y las entidades territoriales ahorraban parte de sus ingresos petroleros en el Fondo, que coincidía con la etapa del aumento acelerado de la producción y un periodo de restitución de los ahorros a sus titulares cuando empezaran a declinar dichos ingresos.

Desde su creación la principal fuente de recursos fue Ecopetrol, cuya participación en los ahorros alcanzó un promedio de 81%, seguido en importancia por el Fondo Nacional de Regalías y los aportes de los gobiernos territoriales receptores de regalías. A pesar de los bajos niveles de precios entre 1996 y 2003, los recursos ahorrados en ese período superaron los US\$1.000 millones. Posteriormente en 2007 como resultado del repunte en los precios, los ahorros alcanzaron un máximo de US\$2.653 millones (gráfico 5).

Gráfico 5:
Evolución del saldo del FAEP vs. Cotizaciones internacionales del crudo



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, y Energy Information Administration.

De esta forma, el FAEP fue un instrumento útil para el manejo de los recursos de la bonanza. No obstante, a raíz de la democratización de Ecopetrol, la empresa ya no está obligada a efectuar ahorros en el fondo y se liquidaron los recursos en su propiedad, haciendo inoperante el blindaje precisamente en el momento en el que los

⁷ En Chile, Fondo de Estabilización del Cobre FEC, en Noruega, Fondo Gubernamental del Petróleo.

⁸ Ley 209 de agosto 30 de 1995

altos precios del petróleo parecen agudizar el síndrome.⁹

En efecto, de acuerdo con la Ley del Plan y el Decreto 3238 de 2007 los ahorros realizados por Ecopetrol en el FAEP se transferirán a la Nación de la siguiente forma: el 60% en enero de 2008, el 20% en 2009, un 10% en el 2010. El 10% restante será utilizado para la creación del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC). Esta situación no deja de ser alarmante pues el gobierno además de eliminar el mecanismo de estabilización, planea gastar los recursos ahorrados por Ecopetrol durante doce años a pesar de su intento por enviar señales de austeridad.

No sobra señalar que actualmente se están intensificando las operaciones de exploración y las inversiones de Ecopetrol. Se están invirtiendo cifras anuales cercanas a los US\$2.000 millones, monto sustancialmente superior al promedio de US\$500 millones de años anteriores. Las mayores inversiones en exploración han aumentado la probabilidad de encontrar nuevos yacimientos, situación que haría aún más difícil el manejo de la bonanza.

Dos remedios que conviene tomar

Es evidente que para un país con petróleo un boom en los precios es positivo porque aumenta sus ingresos. El reto para las autoridades es manejar adecuadamente esos recursos y evitar que los ingresos extraordinarios se moneticen en el corto plazo ya que ello termina generando una revaluación del peso, y por ende afectando a otros sectores productivos de la economía. En consecuencia, las medidas a adoptar son evidentes: moderar el ingreso de recursos a la economía y controlar que el gasto público no tome una senda de crecimiento con base en recursos que son temporales. Por lo anterior Asobancaria propone:

1. Creación del Fondo Gubernamental del Petróleo

La primera estrategia es contrarrestar los efectos adversos del flujo masivo de

divisas con la creación de un fondo del gobierno que ahorre los recursos extraordinarios provenientes de la producción y explotación de hidrocarburos. Este fondo constituido en dólares con vocación de largo plazo y que podría utilizarse para pagar deuda externa, se nutriría con los dividendos que Ecopetrol transfiere a la Nación y con el mayor recaudo del impuesto de renta que pagarán las compañías petroleras por los mayores precios.

El Marco Fiscal de Mediano Plazo considera que en 2008 Ecopetrol le transferirá al gobierno por concepto de dividendos cerca de \$4.2 billones y \$1.8 billones por impuesto de renta. Las cifras publicadas por Ecopetrol indican que al mes de mayo ha obtenido utilidades netas por cerca de \$4 billones y una proyección para el total del año, manteniendo el escenario actual de precios y volúmenes, sugiere que la empresa podría finalizar este año con utilidades netas por \$9.7 billones. Este resultado se reflejaría en ingresos adicionales de renta por \$700 mil millones en 2008 y unos dividendos de \$4.4 billones en 2009.

Nuestra propuesta consiste en que el gobierno ahorre en dólares los ingresos adicionales durante el año en curso y que se comprometa a no respaldar con estos recursos mayores gastos. Para ello el Gobierno Nacional en su calidad de mayor accionista de Ecopetrol puede solicitar un corte de estados financieros de la empresa en junio y en octubre, permitiendo anticipar la liquidación de los dividendos que le corresponderían y que por ende podrían ahorrarse este mismo año. De acuerdo con nuestras estimaciones, la Nación podría ahorrar en este fondo gubernamental cerca de US\$2.820 millones, de los cuales US\$2.440 millones corresponderían a dividendos y US\$386 millones a impuesto de renta de Ecopetrol. Si además se consideran los ingresos extraordinarios por renta del resto de compañías del sector, el ahorro total bordearía los US\$3.000 millones.

Una enorme ventaja de esta propuesta es que no requeriría de la expedición de una ley sino de una simple decisión

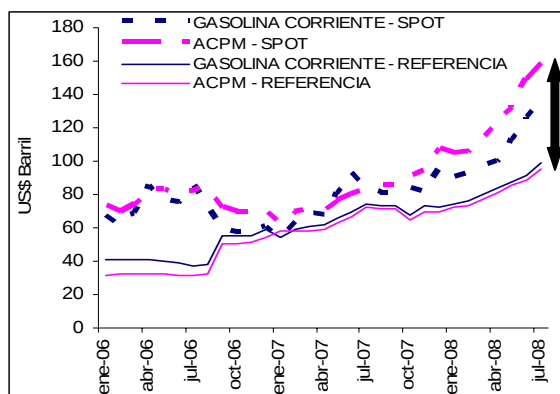
⁹ Confróntese las normas: Ley 1151 de julio 24 de 2007 y Decreto 3238 de agosto 27 de 2007.

gubernamental que contribuiría enormemente al proceso de estabilización de la tasa de cambio.

2. Eliminar el subsidio a los combustibles

Aunque el Plan Nacional de Desarrollo concibe avanzar en el proceso gradual de desmonte de los subsidios a los combustibles líquidos, la semana pasada el gobierno nacional anunció la postergación del programa de eliminación de estas contribuciones para la gasolina hasta junio de 2010 y para el diesel hasta diciembre de 2011. El problema radica en que la brecha entre el ingreso al productor nacional y los precios spot de dichos combustibles, que es lo que efectivamente reconoce el subsidio, es cada vez más grande (gráfico 6).

Gráfico 6:
Ingresos al productor llevados como referencia a la Costa del Golfo¹⁰



Fuente: Ministerio de Minas y Energía

Una solución para resolver no sólo esta ineficiencia sino también para disminuir la disparidad entre ambos precios es llevar a cero los impuestos a las ventas y a las gasolina, aumentando en el equivalente el precio al productor, y dejando inalterado el precio al consumidor.

Desde el punto de vista fiscal si bien se recaudarían menores tributos por concepto de los impuestos global y a las ventas, hay un efecto compensatorio significativo ya que Ecopetrol tendría más ingresos y

utilidades y por ende pagaría un impuesto de renta adicional cercano a los \$800 mil millones. Además, en vez de girar \$5 billones de pesos en subsidios, los giros por este concepto se reducirían a \$2.5 billones.

Consideraciones finales

La coyuntura económica del país urge que se adopten medidas para evitar que el boom de precios del petróleo se convierta en un atizador de la revaluación del peso y a través del gasto público en mayor inflación.

Asobancaria considera prudente crear un fondo gubernamental de estabilización del petróleo que en 2008 podría ahorrar cerca de US\$3.000 millones. Estos recursos serían un ahorro con vocación a largo plazo o podrían utilizarse para prepagar deuda externa. De esta manera el gobierno estaría aliviando las presiones a la apreciación del tipo de cambio y mitigando los devastadores efectos que tendría para nuestra economía el padecimiento de una “enfermedad holandesa” con el consecuente cambio en la estructura productiva a favor de los sectores no transables.

La ventaja que ofrece tomar un camino como éste es que no requiere de la expedición de una ley sino de la voluntad del gobierno para implementarla.

Esto, además, reduciría la presión que está recayendo casi en su totalidad en el Banco de la República para enfrentar la coyuntura cambiaria y de precios. En la anterior edición de Semana Económica mostramos que la nueva medida de encajes recogerá \$2.2 billones adicionales en el mercado hacia el mes de septiembre, lo cual será un golpe muy fuerte a la liquidez que presionará las tasas de interés. En la medida en que haya un mayor esfuerzo fiscal y se ahorren los ingresos extraordinarios del petróleo, ese tipo de restricciones monetarias podrían suavizarse en beneficio de toda la economía.

¹⁰ El criterio con el que se fija el ingreso es el de costo de oportunidad, es decir, cuánto recibiría el productor de combustibles si vendiera sus productos en el mercado internacional, específicamente de la Costa del Golfo.