

Recuadro 1 Proceso de ajuste y ampliación del déficit en la cuenta corriente

Camilo Cárdenas Hurtado
David Camilo López*

En ocasiones la demanda por bienes y servicios en una economía supera su capacidad para financiarla con recursos propios. Cuando un país cuenta con acceso a los mercados financieros internacionales, dicho desbalance entre la generación de ingresos y el ritmo en el que se gastan se financia con recursos externos. En términos macroeconómicos, la cuenta corriente (CC) se define como la diferencia entre el ingreso nacional de un país y su demanda interna, o como el faltante entre el ahorro nacional y la inversión que se realiza durante un período determinado. Estos recursos pueden provenir de flujos de capital por concepto de inversiones directas, inversiones de portafolio, deuda o liquidación de activos externos. En este sentido, déficits persistentes en la CC generan una reducción del saldo de los activos externos o un aumento de las obligaciones con acreedores internacionales, lo cual se traduce en un eventual deterioro de la posición de un país en términos de inversión internacional.

Tal fue el caso colombiano entre 2006 y 2014. En efecto, el crecimiento del PIB durante dicho período fue, en promedio, del 4,8%, mientras que el de la demanda interna fue del 5,9%. Entretanto, el déficit en la CC de la balanza de pagos pasó de 1,8% del PIB en 2006 a 5,2% en 2014. Como se ha reseñado en numerosas ocasiones, la fuerte disminución de los términos de intercambio desde mediados de 2014 afectó negativamente el aparato productivo del país y llevó a una fuerte contracción de los ingresos externos. La consecuente desaceleración del crecimiento del PIB dio cuenta de los efectos de este choque sobre la actividad real. Como se explicará, el proceso de ajuste macroeconómico que se observó entre 2015 y 2017 se reflejó en la dinámica de la CC y sus componentes, tanto por el lado de la balanza de pagos (BP) como por el de las cuentas nacionales (CN).

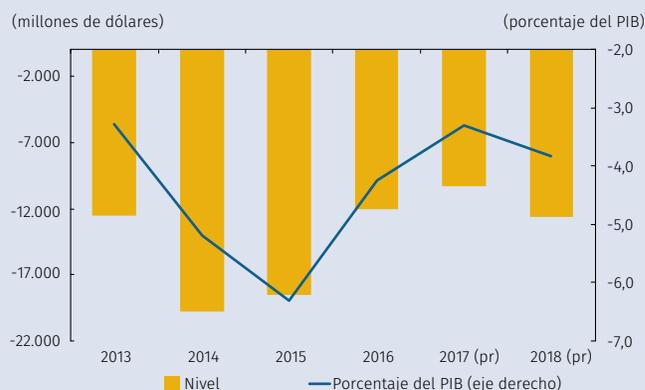
* Los autores son, en su orden, profesional especializado y profesional experto del Departamento de Programación e Inflación. Las opiniones, posibles errores y omisiones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

En este recuadro se analiza la reciente evolución y ampliación del déficit en la CC del año pasado en los frentes mencionados. Según la información disponible, en 2018 el déficit corriente de la BP se amplió de nuevo. Este desbalance externo sugiere que el ajuste que se venía observando hasta 2017 se habría interrumpido. Según las cuentas de la BP, dicha ampliación ocurrió por un incremento de las importaciones de bienes y unos egresos por renta factorial que no fueron compensados por el buen comportamiento de las ventas externas de bienes mineroenergéticos en dólares. Esto es coherente, por otro lado, con lo observado para el caso de las cifras de las CN. Según estas, la ampliación del déficit de 2018 habría estado relacionada con un incremento en la tasa de inversión privada y, en menor medida, con un menor nivel de ahorro público asociado con un aumento del consumo de este sector.

1. Evolución reciente de la cuenta corriente según la balanza de pagos

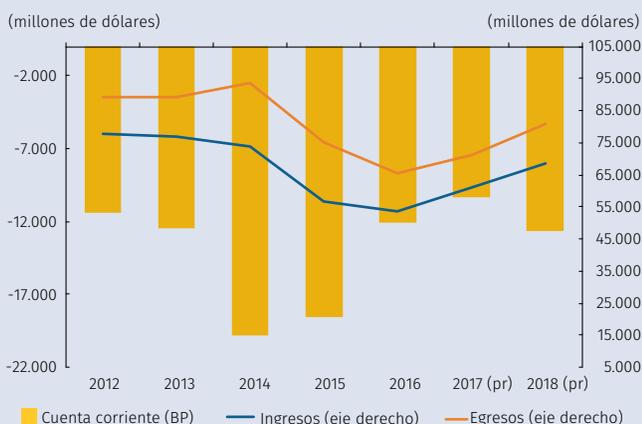
La disminución de los términos de intercambio en 2014 se tradujo inicialmente en una fuerte contracción de los ingresos por exportaciones del país, lo cual, sumado a las tasas de crecimiento que mantenían los egresos corrientes en un contexto de amplio financiamiento externo, implicó un incremento del déficit en la CC, el cual pasó de 3,3% a 5,2% del PIB entre 2013 y 2014 (Gráfico R1.1). Posteriormente, la economía colombiana empezó un período de ajuste. En el caso del sector externo, el proceso de la CC se podría dividir en dos etapas. La primera cubre hasta 2016, caracterizada por la caída de las exportaciones de bienes y un ajuste mayor de los egresos externos (Gráfico R1.2). La segunda hace referencia a 2017, cuando el déficit corriente siguió reduciéndose, pero favorecido por el repunte de las exportaciones de bienes y el crecimiento de otros ingresos externos, que en su conjunto superaron la moderada recuperación de las importaciones de bienes y servicios.

Gráfico R1.1
Déficit en la cuenta corriente
(balance como porcentaje del PIB y en millones de dólares)



(pr): preliminar.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico R1.2
Cuenta corriente, ingresos y egresos
(balance en millones de dólares)



(pr): preliminar.
Fuente: Banco de la República.

Entre 2014 y 2016 el déficit corriente se redujo de -5,2% del PIB en 2014 (USD -19.762 m) a -4,2% del PIB en 2016 (USD -12.027 m) (Gráfico R1.1). En este período, la dinámica de la CC estuvo asociada con la continua reducción de las exportaciones de bienes de origen minero y petrolero, y en menor medida de las industriales, las cuales se vieron afectadas por la caída de los precios internacionales y por el débil crecimiento de los socios comerciales. Sin embargo, el deterioro del ingreso nacional generado por la caída en los términos de intercambio, junto con la depreciación nominal, se reflejó en un ajuste del gasto de la economía, en especial en una menor demanda por bienes transables.

De esta forma, de 2014 a 2016 la reducción del déficit corriente se explicó principalmente por una caída significativa de las importaciones (USD -21.377 m; -28%) y de las utilidades de las empresas con capital extranjero (USD -7.142 m; -62%). El aumento de otros ingresos externos también aportó al menor déficit. El mayor acervo de capital nacional en el exterior, junto con el mejor retorno de los activos de cartera y de las reservas internacionales, se reflejó en un incremento de la rentabilidad de las inversiones en el exterior (USD 999 m; 25%). Los ingresos por remesas de trabajadores fueron más dinámicos (USD 758 m; 19%) y se observó una mejora en las exportaciones de servicios (USD 615 m; 9%), en particular las relacionadas con turismo, favorecidas por las mejores condiciones internas de seguridad y la depreciación del peso.

En 2017 se produjo una reducción adicional del déficit corriente, el cual se ubicó en 3,3% del PIB (USD 10.296 m), alcanzando el valor como proporción del PIB observado en 2013, previo al choque de precios del petróleo. A diferencia del período 2014-2016, este ajuste se caracterizó por un incremento simultáneo de los ingresos y egresos externos, aunque los primeros lo hicieron en una mayor proporción (Gráfico R1.2). La recuperación de los términos de intercambio y del crecimiento de los socios comerciales se reflejó

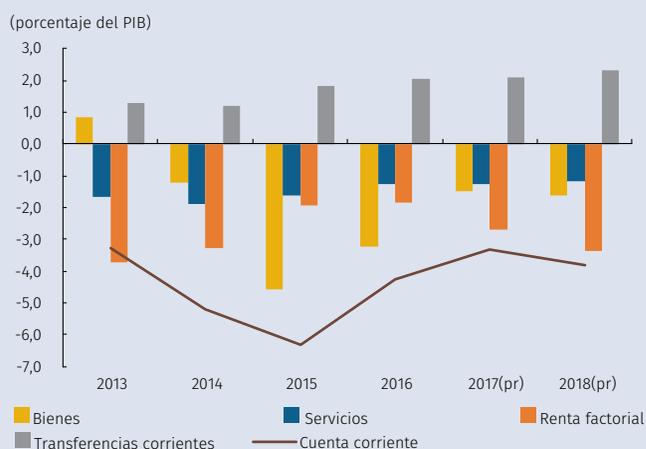
en un incremento de las exportaciones, aunque a niveles inferiores a los observados antes del choque petrolero. Los despachos al exterior de petróleo y carbón fueron los que más contribuyeron al crecimiento exportador, aunque el resto de exportaciones también se incrementó, pero en menor proporción. Los otros ingresos externos (la rentabilidad de las inversiones en el exterior, las exportaciones de servicios y las transferencias corrientes) siguieron contribuyendo al ajuste de la CC.

El ajuste ordenado de la CC entre 2014 y 2017 se vio favorecido por el acceso permanente y en condiciones favorables al financiamiento externo, el cual se originó principalmente en recursos por inversión extranjera directa y en pasivos adquiridos por el sector público (TES, bonos y préstamos). Esto último se vio reflejado en un aumento de la deuda pública tanto interna como externa, y a su vez concurda con la mayor participación del sector público en la diferencia ahorro/inversión de las CN que se describe más adelante.

Durante 2018 continuó el dinamismo de las principales fuentes de ingresos externos, impulsadas en mayor medida por las ventas externas de bienes mineroenergéticos. Sin embargo, este crecimiento no logró compensar en su totalidad el importante incremento que tuvieron las importaciones de bienes y los egresos por renta factorial. Esto último, consistente con el mayor crecimiento del gasto y la inversión local y con las mayores utilidades de las empresas con capital extranjero. Como resultado de lo anterior, el déficit en la CC se amplió en 2018, ubicándose en 3,8% del PIB, superior en USD 2.364 m (0,5 pp del PIB) al del año anterior.

Cuando se analiza por componentes, la mayor parte del incremento del déficit corriente en 2018 (0,5 pp) estaría siendo explicado por el aumento de los egresos netos por renta de los factores (0,7 pp) y, en menor medida, por el mayor déficit comercial de bienes (0,1 pp) (Gráfico R1.3). Por el contrario, los factores que contribuirían al cierre exter-

Gráfico R1.3
Cuenta corriente y sus principales componentes



(pr): preliminar.
Fuente: Banco de la República.

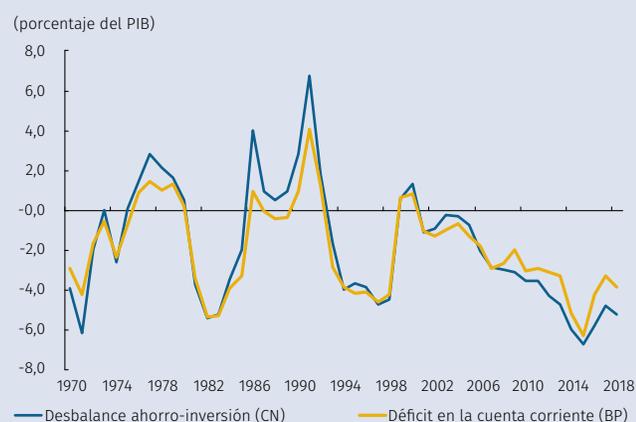
no serían la mejor dinámica de las transferencias (0,2 pp) y las menores importaciones netas de servicios (0,1 pp). Cabe destacar que los ingresos por remesas aumentaron 15,3% anual, superior a la tasa promedio observada entre 2015 y 2017 (10,4%), al tiempo que las exportaciones de servicios continuaron registrando tasas positivas de crecimiento, jalonadas por los mayores ingresos asociados con el turismo, los cuales aumentaron 12,7% en términos anuales.

2. Evolución reciente de la cuenta corriente según las cuentas nacionales

Para analizar la dinámica de la CC con las cifras de las CN, se utilizan las series anuales, en pesos corrientes, de ahorro e inversión agregadas de la economía. La desagregación con la que el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) publica esta información permite entender el papel que desempeñan los sectores público y privado en el comportamiento de la demanda por ahorro externo. Por sector público se entiende el Gobierno Nacional Central y los gobiernos regionales y locales. Entretanto, el sector privado comprende las sociedades financieras y no financieras¹, los hogares, y las instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares. Si bien existen diferencias metodológicas entre la BP y las CN, las dos mediciones del déficit corriente comparten una alta correlación histórica (Gráfico R1.4).

Previo al choque a los términos de intercambio, la ampliación del déficit de la CC por el lado de las CN obedeció a una dinámica importante de la inversión, que no lograba ser financiada por el ahorro interno de la economía colombiana. En efecto, según la publicación más reciente de las CN por parte del DANE, la tasa de inversión nominal llegó al 24,3%

Gráfico R1.4
Desbalance ahorro-inversión por CN y déficit en la cuenta corriente por BP

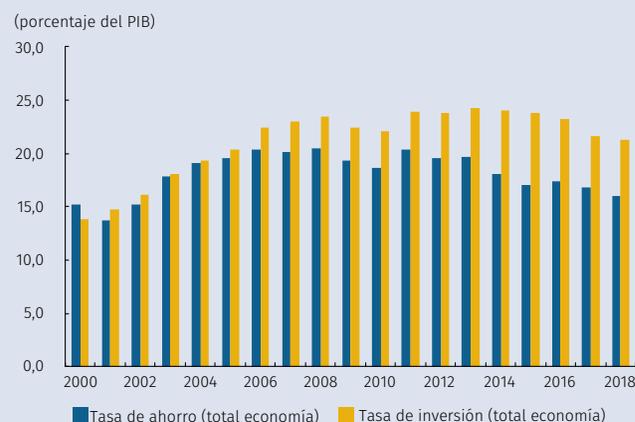


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

1 Includiendo empresas del sector real de naturaleza pública, como por ejemplo Ecopetrol y EPM.

en 2013, la más alta de la década, mientras que la tasa de ahorro, 19,6%, fue similar a la observada en años anteriores (Gráfico R1.5). Tras la caída de los términos de intercambio, el ajuste macroeconómico empezó con una reducción más alta del ahorro nacional que de la inversión. Así las cosas, en 2015 el desbalance ahorro/inversión alcanzó su máximo desde 1970, y llegó a -6,7%.

Gráfico R1.5
Desbalance ahorro-inversión por CN (tasas de ahorro e inversión)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

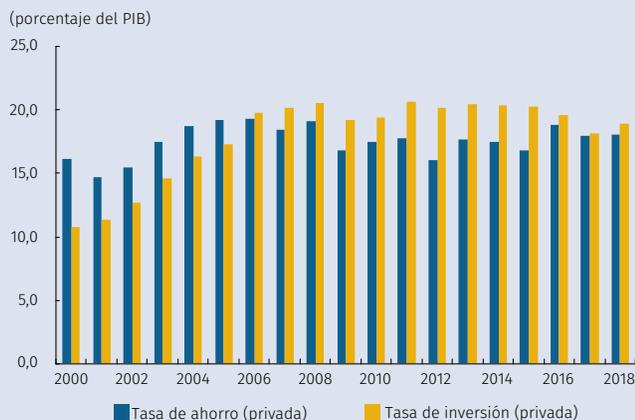
Entre 2015 y 2017 se evidenció cómo el choque a los términos de intercambio afectó negativamente la tasa de inversión mediante diferentes canales de transmisión, aunque fue el sector privado el que mayor contribución realizó al ajuste. Por tipo de bien, la menor dinámica de la inversión se dio inicialmente en los rubros de maquinaria y equipo de transporte, la cual respondió de forma más rápida a los cambios en los precios relativos y al menor dinamismo del ingreso privado. La inversión en construcción también reaccionó, aunque en menor medida. La inversión pública, en contraste, fue más rígida y se mantuvo relativamente estable. Esta se concentró en la ejecución de recursos en obras de infraestructura.

Por su parte, si bien la tasa de ahorro agregada de la economía no cambió significativamente entre 2015 y 2017, sí se observó un comportamiento heterogéneo entre sectores. El ahorro privado aumentó algo más que un punto porcentual del PIB, mientras que el ahorro público disminuyó. En efecto, desde 2016 se registraron tasas de desahorro para el sector público, lo que significa un endeudamiento neto del mismo. Lo anterior fue consistente con el aumento del déficit fiscal registrado en igual período (véase la revista ESPE, núm. 90; Gráfico R1.6, paneles A y B).

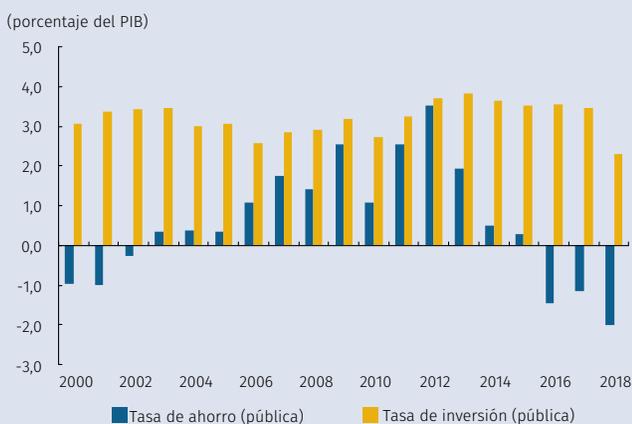
En conclusión, el desbalance ahorro/inversión pasó de -6,7% del PIB en 2015 a -4,8% en 2017 (Gráfico R1.7). Este ajuste fue impulsado por el sector privado, el cual redujo su tasa de inversión e incrementó su tasa de ahorro. Por su parte, el sector público mantuvo relativamente estable su tasa de inversión, mientras que su ahorro neto pasó de

Gráfico R1.6
Balance ahorro-inversión por CN
(tasas de ahorro e inversión)

A. Balance ahorro-inversión: sector privado



B. Balance ahorro-inversión: sector público

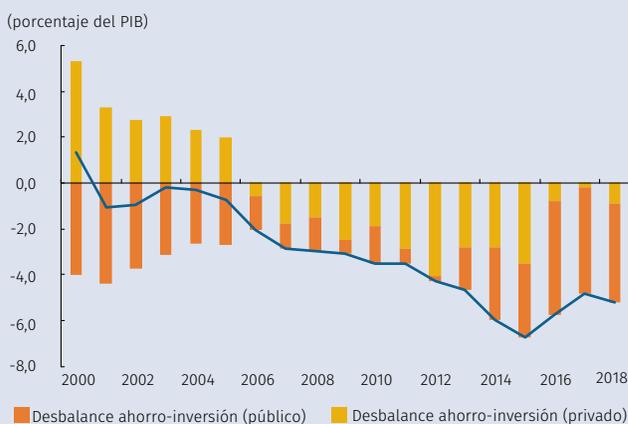


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

superávit a déficit. De esta forma, el desbalance ahorro/inversión se comenzó a explicar, principalmente, por el sector público, hecho opuesto a lo observado antes del inicio del choque petrolero, lo que profundizó lo que se conoce en la literatura como *déficits gemelos*.

No obstante, el déficit corriente de 2018 se amplió nuevamente frente al registro de 2017. Según estimaciones del equipo técnico, utilizando las cifras más recientes de las CN. Al mayor déficit contribuyó más el sector privado que el público. En este sentido, la tasa de ahorro privada permaneció estable entre 2017 y 2018, pero su inversión aumentó en 0,8% del PIB. Entretanto, el ahorro del Gobierno habría sido más negativo, producto de un consumo público que registró crecimientos reales y nominales importantes, pero que habría sido compensado por un ajuste igualmente significativo de su tasa de inversión (Gráfico R1.7).

Gráfico R1.7
Balance ahorro-inversión por sector institucional
(Diferencias entre tasas de ahorro e inversión por sector institucional)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.