

Análisis
Coyuntural

El déficit en cuenta corriente: ¿un motivo de preocupación?

I. INTRODUCCIÓN

El desempeño reciente de la economía colombiana ha sido bastante satisfactorio comparado con las décadas anteriores. En lo corrido de 2007 hasta septiembre, la economía registró un crecimiento de 7,35%, y se espera que el año cierre con un incremento cercano a 7,0%, cifra superior a la registrada durante el 2006 (6,83%). Sin embargo, este buen comportamiento se ha visto acompañado por una expansión de la demanda interna que puede ser insostenible. Por el contrario, la demanda externa ha tenido un comportamiento mediocre.

La fuerte expansión de la demanda ha traído varias consecuencias para el panorama económico nacional. Por un lado, se presentaron serias presiones inflacionarias. Entre enero y diciembre de 2007, pese a los incrementos de la tasa de interés de intervención por parte del Banco de la República, la inflación acumuló 5,69%, cifra superior a la meta para el año ubicada en un rango de 3,5% a 4,5%. Por otro lado, el ritmo de aumento del gasto de consumo y de inversión repercutió de manera significativa sobre el comportamiento del sector externo. El volumen de importaciones aumentó en cerca de 25%, en parte

también como resultado de la revaluación del tipo de cambio. Esto ha generado que la balanza comercial colombiana sea deficitaria, lo que, atado a la creciente renta de los factores, se ha traducido en un déficit en la cuenta corriente cercano a 3,4% del PIB.

Si bien hasta el momento la economía colombiana ha estado en la capacidad de financiar el déficit en cuenta corriente, en especial gracias a los flujos de Inversión Extranjera Directa, este escenario no está exento de riesgos. En efecto, un recrudescimiento de la crisis financiera internacional y de la recesión en Estados Unidos podría reducir tanto la inversión directa como la de portafolio. Además, en comparación con otros países de América Latina, el déficit en cuenta corriente de Colombia es mucho mayor y el comportamiento del gasto deja a la economía colombiana sin margen de maniobra. En el evento de una crisis sería prácticamente imposible adoptar políticas anticíclicas tanto por el lado fiscal como el monetario. Esta es la mayor vulnerabilidad de la economía colombiana en la actualidad.

En este documento se presenta un análisis de los factores que explican el actual déficit en cuenta corriente, las fuentes de financiamiento del mismo

y los riesgos para su sostenibilidad. Para tal fin, en la segunda sección se presenta la evolución reciente del déficit en cuenta corriente y los factores que explican su comportamiento. En la tercera sección se analizan las fuentes de financiación del déficit. En la cuarta sección se plantean los riesgos que pueden poner en duda su sostenibilidad y que se desprenden sobre todo de un recrudecimiento de la crisis financiera internacional. Finalmente se presentan algunas conclusiones y recomendaciones.

II. ¿DEDÓNDEPROVIENEELDÉFICITENCUENTA CORRIENTE?

El buen desempeño de la economía colombiana en los últimos años ha estado caracterizado por una creciente demanda interna por encima del producto. Desde finales de 2004 la demanda ha venido creciendo a un ritmo superior al producto de la economía. En efecto, durante el tercer trimestre de 2007 la demanda creció a una tasa de 9,9% frente a un crecimiento del PIB de 7,6% (Gráfico 1).

Al observar el comportamiento de la demanda, es notorio que buena parte de las presiones se deben a un exceso de gasto por parte del sector privado. El

consumo de los hogares creció a una tasa de 7,5% anual durante el tercer trimestre de 2007, impulsado por la mayor confianza de los consumidores, así como por las menores tasas de interés que favorecieron la demanda de crédito. Este incremento es 1,8 puntos porcentuales superior a la tasa observada durante el mismo periodo de 2006 (Gráfico 2). El crecimiento del consumo público, por su parte, se ubicó en 2,5% anual durante el tercer trimestre de 2007. El mayor consumo de los hogares se ha visto acompañado por un dinamismo del crédito al sector privado, que tuvo incrementos superiores al 24% real anual durante el promedio de 2007. De este modo, la cartera total pasó de representar 26,6% del PIB a inicios de la década a representar 34,5% a finales del 2007 (Gráfico 3). En especial, cabe destacar el comportamiento de la cartera de consumo que alcanzó tasas de crecimiento anual superiores a 40%, y que ya ha empezado a preocupar a las autoridades financieras, pues su calidad se ha venido deteriorando (Gráfico 4).

Por otra parte, la formación bruta de capital está creciendo a una tasa cercana al 20% sustentada sobre todo por la formación bruta de capital privado. Además una parte importante de la acumulación del

Gráfico 1. DEMANDA Vs. PIB

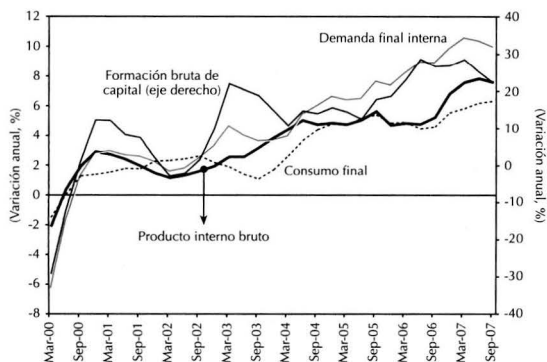


Gráfico 2. CONSUMO PRIVADO Y PÚBLICO

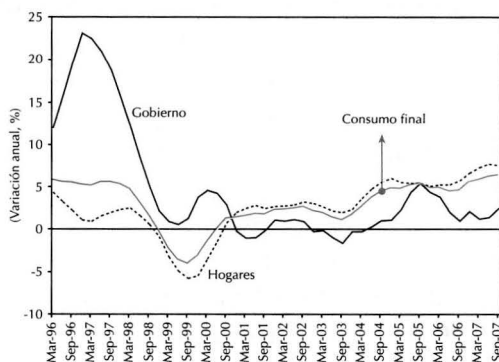
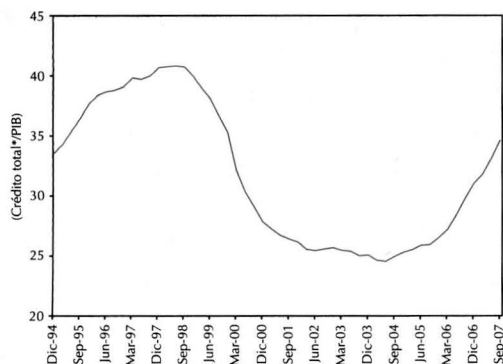


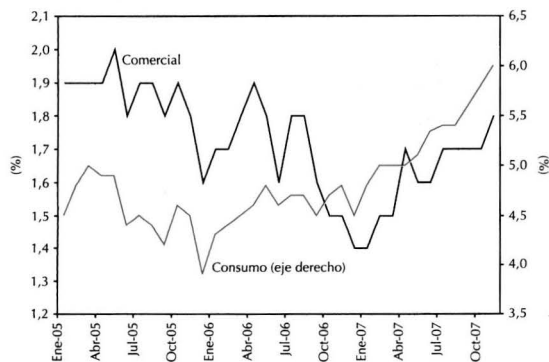
Gráfico 3. CARTERA TOTAL COMO % DEL PIB



* Incluye *leasing*.

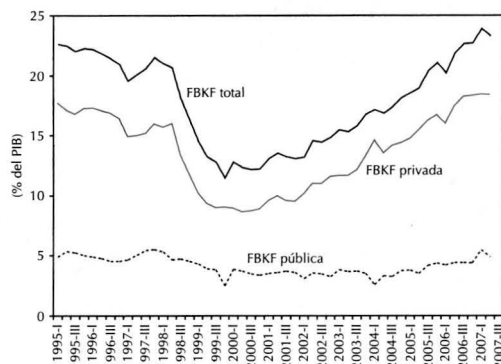
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 4. CALIDAD DE LAS CARTERAS



capital, se ha hecho a través de la importación de bienes de capital. Como proporción del PIB, la formación bruta de capital privado pasó de representar cerca del 10% del PIB a inicios de la década a representar cerca de 18% del PIB. La inversión pública, por su parte, pasó de representar un 3% del PIB a representar un 5% del PIB. Aunque la formación bruta de capital también ha sido uno de los factores detrás de la expansión de la demanda, esta ha sido un motor clave del para el buen desempeño económico de la economía (Gráfico 5).

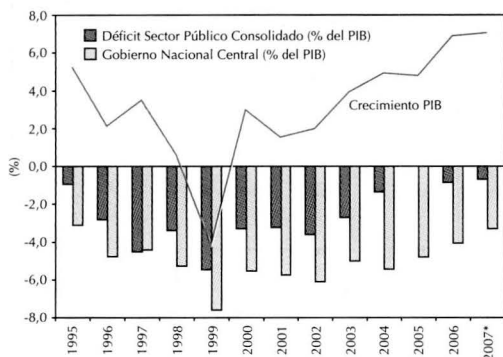
Gráfico 5. FBKF PRIVADO Y PÚBLICO



Si bien en la actualidad el comportamiento del gasto privado explica buena parte del exceso de demanda, no debe desconocerse lo que está pasando con el gasto público. Como se ha mencionado en pasadas ocasiones, en épocas de auge económico el gobierno debería propender por un ajuste fiscal con el fin de llevar a cabo una política contracíclica. Sin embargo, pese al buen desempeño de la economía, Colombia no se encuentra aún ante un escenario de superavit fiscal. Aunque se han hecho esfuerzos fiscales por reducir el déficit, se espera que el Sector Público Consolidado (SPC) registre un déficit de 3,3% en 2007 (Gráfico 6) y el Gobierno Nacional Central (GNC) uno de 0,7%. Esto se debe en buena medida a que, aunque los ingresos tributarios han aumentado gracias al buen momento por el cual atraviesa la economía, los gastos no se han moderado. De hecho, los gastos del GNC presentan una tendencia creciente superior a la registrada por los ingresos (Gráfico 7).

Este exceso de demanda se ha reflejado en la economía de dos maneras. Por una parte, se presentaron fuertes presiones inflacionarias durante el 2007 que significaron el incumplimiento de la meta de inflación. Por otra parte, las importaciones registraron un alto dinamismo para satisfacer la creciente demanda

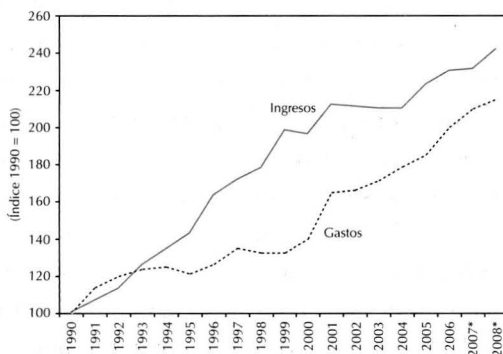
Gráfico 6. DÉFICIT DEL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO (SPC) Y GOBIERNO NACIONAL CENTRAL (GNC) Vs. CRECIMIENTO DEL PIB



* Valores esperados

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Gráfico 7. INGRESOS VS. GASTOS GOBIERNO NACIONAL CENTRAL COMO % DEL PIB

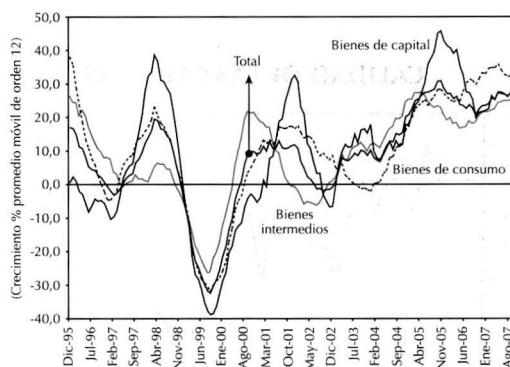


interna. En efecto, las importaciones tanto de bienes de consumo como de capital presentaron un incremento anual de 30,8% y 26,9%, respectivamente (Gráfico 8). Este fenómeno se ha visto favorecido por la revaluación del peso frente al dólar que abarata la compra de bienes provenientes del exterior. El incremento de las importaciones (25,4% anual) a un ritmo mayor que la expansión de las exportaciones (17,9%) se ha traducido en una balanza comercial cada vez

más deficitaria (Gráfico 9). Entre enero y septiembre de 2007 se presentó un déficit de US\$2.689 millones, correspondiente a 2,1% del PIB. Esta cifra es mucho mayor que la registrada durante el mismo periodo de 2006 cuando se había presentado un déficit de US\$1.110 millones, equivalentes a 1,1% del PIB.

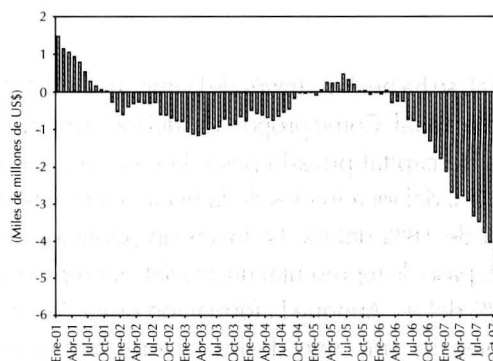
El desbalance comercial resultante de las presiones de demanda ha sido uno de los principales factores detrás del creciente déficit en la cuenta corriente (Gráfico 10). En efecto, entre enero y septiembre de

Gráfico 8. CRECIMIENTO DE LAS IMPORTACIONES



Fuente: Banco de la República.

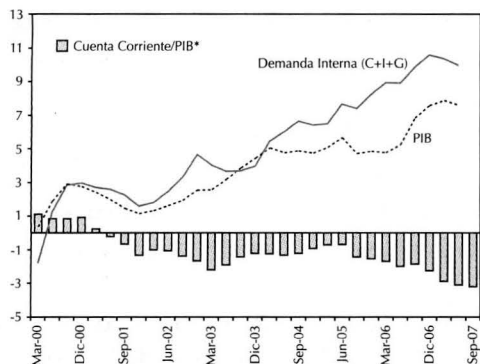
Gráfico 9. BALANZA COMERCIAL*



* Los datos corresponden a la suma acumulada de los últimos doce meses.

Fuente: Banco de la República y DIAN, cálculos de Fedesarrollo.

Gráfico 10. CRECIMIENTO, DEMANDA Y DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE



* Valores anualizados del PIB y la demanda interna.

Fuente: DANE.

2007, la balanza de pagos registró un déficit en cuenta corriente de US\$4.289 millones, equivalentes a 3,4% del PIB. Esta cifra es muy superior a la registrada durante el mismo periodo de 2006, cuando se ubicó en US\$2.148, equivalentes a 2,2% del PIB (Cuadro 1).

A este respecto es importante resaltar que el desempeño del comercio exterior colombiano es bastante deficiente, lo que deja pensar que cada vez será más difícil corregir el desbalance comercial. En efecto,

cuando se observan las cifras de comercio exterior es evidente que, aunque estas han crecido, esto ha sido producto, en buena medida, de la recuperación económica mundial y del auge de los precios de los productos básicos más que de una mayor oferta exportadora y un fortalecimiento del comercio externo. De hecho, la participación de Colombia en los mercados internacionales aún es pobre. Al comparar a Colombia con el resto de países de América Latina en el ranking de internacionalización, Colombia ocupa el puesto número 14 entre 16 países (Gráfico 11). Además, las exportaciones per cápita aún son débiles. Mientras que durante el 2006 las exportaciones de Colombia alcanzaron los US\$600, esta cifra era casi cinco veces mayor en Chile (Gráfico 12). Por otra parte, los destinos de exportación de Colombia están muy poco diversificados, lo que hace a Colombia dependiente del comercio con sus dos principales socios: Estados Unidos y Venezuela (35% y 15% del comercio total respectivamente), que no están pasando por su mejor momento económico en la actualidad.

Es importante mencionar que la renta de los factores es otro de los componentes de la balanza de pagos

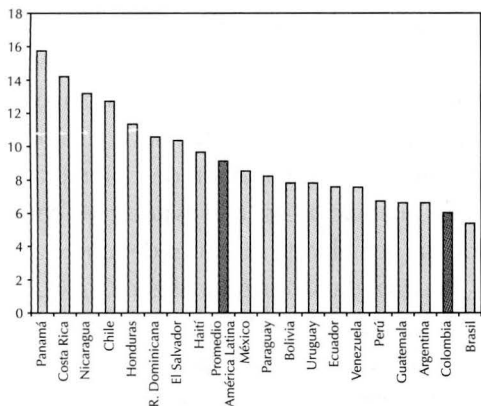
Cuadro 1. BALANZA DE PAGOS 2006-2007*

| Concepto | Millones de US\$ | | % del PIB | |
|---|------------------|--------|-----------|------|
| | 2006 | 2007 | 2006 | 2007 |
| Cuenta corriente | -2.148 | -4.298 | -2,2 | -3,4 |
| Bienes y servicios no factoriales | -1.110 | -2.698 | -1,1 | -2,1 |
| Renta de los factores | -4.526 | -5.340 | -4,5 | -4,3 |
| Transferencias | 3.488 | 3.740 | 3,5 | 3,0 |
| Cuenta de capital y financiera | 1.424 | 8.972 | 1,4 | 7,1 |
| Flujos financieros de largo plazo | 4.604 | 7.169 | 4,6 | 5,7 |
| Flujos financieros de corto plazo | -3.180 | 1.803 | -3,2 | 1,4 |
| Errores y omisiones netos | 456 | -104 | 0,5 | -0,1 |
| Variación de las reservas internacionales | -269 | 4.586 | -0,3 | 3,7 |

*Enero-Septiembre de 2007.

Fuente: Banco de la República.

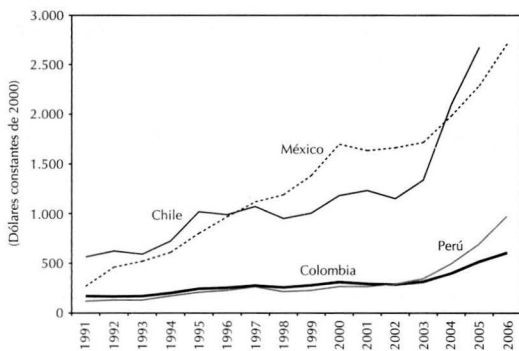
Gráfico 11. ÍNDICE DE GLOBALIZACIÓN DE AMÉRICA LATINA



* El índice pondera las siguientes variables: exportaciones e importaciones de bienes y servicios como % del PIB, IED como % del PIB, ingresos por turismo como % del PIB, remesas como % del PIB, y penetración de internet en 2004.

Fuente: *Latin American Globalization Index 2006, Latin Business Chronicle*.

Gráfico 12. EXPORTACIONES PER CÁPITA

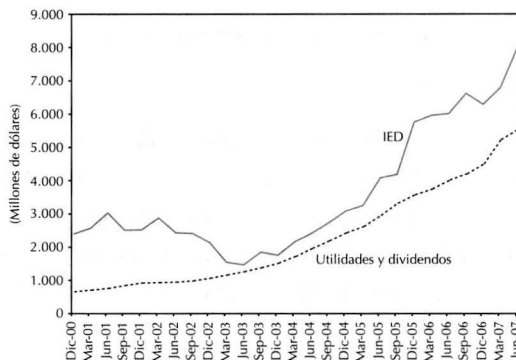


Fuente: *World Bank-WDI & United Nations-Comtrade 2007*.

que explica el déficit en cuenta corriente registrado entre enero y septiembre de 2007. El balance del rubro de renta de los factores presentó déficit de US\$5.340 millones, correspondientes a 4,3% del PIB. Esta cifra fue mayor a la registrada durante el mismo periodo de 2006 (US\$4.526 millones). El desequilibrio en el balance de la renta de los factores se debe en buena medida al incremento en el

pago de utilidades y dividendos. Este rubro alcanzó los US\$4.441 millones entre enero y septiembre de 2007, es decir, el 65% de los egresos netos por factores productivos. Buena parte de este incremento está asociado al aumento de la Inversión Extranjera Directa (Gráfico 13) que alcanzó US\$6.791 millones en este mismo periodo, frente a US\$4.621 millones durante el mismo periodo de 2006 (lo que significa un incremento de cerca del 50%).

Gráfico 13. EGRESOS POR UTILIDADES Y DIVIDENDOS E INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA*



* El valor de cada trimestre esta anualizado, es decir, corresponde al valor acumulado de los últimos cuatro trimestres.

Fuente: Banco de la República.

Si bien las transferencias registraron un incremento de 7,2% anual al pasar de US\$3.488 millones en enero-septiembre 2006 a US\$3.740 millones durante el mismo periodo de 2007, este aumento no fue suficiente para compensar el desbalance comercial y la mayor renta de los factores. En efecto, a pesar de que las transferencias representaron cerca del 14% de los ingresos de la cuenta corriente de la balanza de pagos, su incremento fue mucho menor que el observado durante el 2006 (16,3% anual). Esto se debe a que, por lo general, las remesas presentan un comportamiento anticíclico, es decir, en épocas de auge económico, como el evidenciado durante el 2007, las remesas disminuyen debido a las menores necesi-

dades económicas de los familiares que permanecen en el país. Además, se ha comenzado a evidenciar una estabilización de las remesas de los trabajadores colombianos en el exterior debido a la menor emigración de colombianos. De hecho, aunque los flujos migratorios en lo corrido del 2007 hasta septiembre fueron mayores que los registrados durante el mismo periodo de 2006, su tendencia continúa estable.

III. ¿CÓMO SE ESTÁ FINANCIANDO EL DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE?

Al observar las entradas de capital al país es evidente que casi el 75% de los flujos corresponden a Inversión Extranjera Directa (IED) (Gráfico 14). Sin embargo, dado el diferencial de tasa de interés con otros países desarrollados, en la actualidad la inversión de cartera y portafolio también han tenido un comportamiento creciente pese a las restricciones a las entradas de capital impuestas por el Gobierno en mayo de 2007.

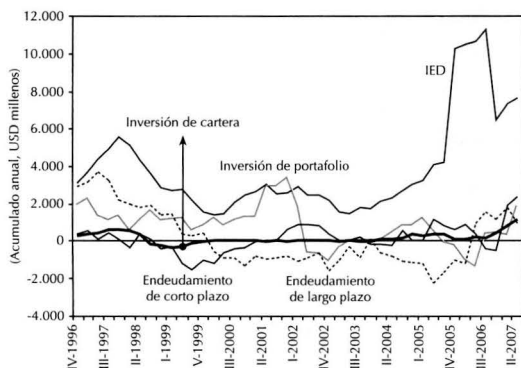
A. Inversión Extranjera Directa

Durante los últimos años la Inversión Extranjera Directa (IED) ha mostrado un comportamiento bas-

tante dinámico, favorecido por la mejora en las condiciones de seguridad y por los incrementos en los precios de los productos básicos. Lo anterior, sumado a los incentivos tributarios para atraer IED, ha permitido que de un promedio de US\$2.500 millones en la segunda mitad de la década pasada, la IED haya aumentado a un promedio de US\$4.300 millones durante la presente década. Cabe anotar que una de las más grandes inversiones fue la compra de Bavaria por parte de la Sudafricana Sab Miller en 2005, la cual superó los US\$4.700 millones. Comparada con América Latina, la participación de la IED neta en Colombia también ha aumentado sustancialmente; en 2006 la participación de la IED en Colombia dentro del total de la que recibió América del Sur fue 15%, superada sólo por Chile (19%) y Brasil (44%).

De persistir estas entradas de capital, Colombia estaría en la capacidad de sostener el déficit en cuenta corriente. Sin embargo, es importante preguntarse qué tan sostenibles son estos niveles de IED, dado que, aparte de las condiciones internas favorables, buena parte de esta también ha sido jalonada por las condiciones externas favorables, en especial, el contexto internacional propicio para la explotación de recursos naturales.

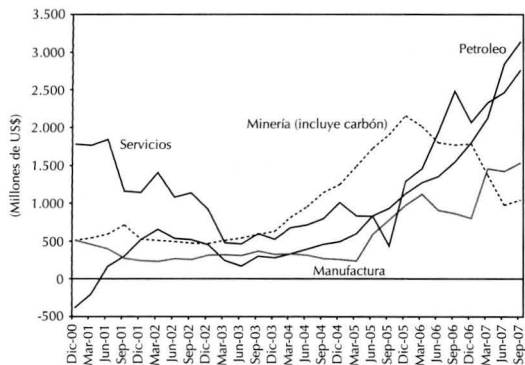
Gráfico 14. FLUJOS DE CAPITAL



Fuente: Banco de la República.

Entre enero y septiembre de 2007, la IED alcanzó los US\$6.527 millones. Esta cifra representa un incremento de 45,6% respecto al mismo periodo del año anterior. Los sectores más dinámicos fueron el petrolero, los servicios y en menor medida el sector industrial (Gráfico 15). La inversión extranjera en el sector de petróleos, se ubicó en US\$2.634 millones, después de un incremento del 103% frente al mismo periodo del año anterior. La inversión en el sector de servicios representó US\$1.335 millones, lo que significa un crecimiento de 52% respecto a 2006. Dentro de este, es importante resaltar el dinamismo

Gráfico 15. INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA POR SECTORES*



* Valores anualizados.

Fuente: Banco de la República.

del subsector de comercio, restaurantes y hoteles. La minería por su parte registró un descenso al pasar de US\$1.228 millones entre enero-septiembre de 2006 a US\$487,5 millones entre enero-septiembre de 2007.

Dentro de las operaciones de inversión en estos sectores pueden destacarse, en el sector de petróleos, la

ampliación de la planta de refinería entre Ecopetrol y la multinacional Suiza Glencore por US\$2.000 millones (Cuadro 2); en el sector de manufacturas, la compra del 52% de las acciones de Acerías Paz del río por parte del Grupo Votorantim por US\$490 millones y la construcción del gasoducto colombo-venezolano por parte de PDVSA; en el sector de comercio la compra del 52,4% de las acciones de Carulla por parte del Grupo Casino por US\$292 millones y la adjudicación del 21,94% de la participación accionaria de Casino en almacenes Éxito por US\$288 millones.

Podría pensarse que la capacidad de absorción de inversión en algunos sectores esta cerca del límite y esto a su vez conduciría a menores flujos de inversión extranjera directa. Este es el caso por ejemplo del sector petrolero, para el cual se estima que la producción muestre una tendencia decreciente durante el resto de la década pese al incremento en la extracción en pozos maduros y a los nuevos gastos de exploración. Sin embargo, aunque los anuncios de IED para el 2008 no parecen ser de la misma magnitud que los observados entre 2005 y 2007,

Cuadro 2. CASOS DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN COLOMBIA EN 2007

| Empresa | Descripción | Monto US\$ millones |
|---------------------|---|---------------------|
| Glencore | Ampliación planta | 2.000 |
| Grupo Votorantim | Adquisición de 52% de acciones de las Acerías Paz del Río | 490 |
| Aero República | Modernización de la flota | 315 |
| Casino | Adquisición del 52,4% de las acciones Carulla | 292 |
| Casino | Adjudicación 21,94 % de participación accionaria de Almacenes Éxito | 288 |
| Bavaria | Construcción de planta cervecera de 30 hectáreas en Yumbo | 220 |
| Texas Biodiesel Co. | Construcción de plantas extractoras de aceite de palma | 205 |
| Cencosud - Casino | Joint venture para abricadena de almacenes Easy | 200 |
| Drummond | Construcción de segunda línea férrea | 150 |
| PDVSA | Gasoducto colombo-venezolano | 132 |
| Telmex | Producción de Televisión | 130 |
| Etesa | Conexión eléctrica a Panamá | 106 |
| Gerdau | Adquisición paquete de acciones de Acerías Paz del Río | 66 |
| Unión Fenosa | Compra y modernización de la central hidroeléctrica de Hidroprado | 56 |
| Hilton Hotels Co. | Construcción del Hilton Bogotá-72 Gran Hotel | 50 |

Fuente: Proexport.

es posible esperar que mantenga su dinamismo en otros sectores como los de explotación de minas y canteras, servicios, y telecomunicaciones. Por ejemplo, la compañía AngloGold Ashanti, afirmó que es posible que se encuentre más oro en Colombia, con lo que espera realizar inversiones por cerca de US\$2.000 millones (Cuadro 3). Por otra parte, se planea la adjudicación del tercer canal privado de

televisión por cerca de US\$105 millones, en esta puja se espera la participación del Grupo Prisa de España y el Grupo Cisneros de Venezuela, entre otros. En cuanto al sector de servicios, desde el 2007 se venía anunciando la construcción de varios hoteles de cadenas como Sonesta, Hyatt y Marriot. En 2008 la firma Española Fronpeca planea construir dos hoteles por US\$45 millones.

Cuadro 3. PRINCIPALES ANUNCIOS DE INVERSIÓN EXTRANJERA PARA 2008

| Empresa | Sector | Descripción | Monto US\$ Millones | País |
|----------------------------------|--|---|---------------------|--------------------------|
| AngloGold Ashanti | Explotación de minas y canteras | La compañía afirmó que podría encontrar más del oro del que previamente esperaba, al encontrar uno de los yacimientos mas grandes del mundo en Colombia | 2.000 | Sudáfrica |
| Vale - Alcoa | Suministro de Electricidad, Gas y Agua | Compañías interesadas en la compra de la Planta eléctrica Ituango el pescadero | 200 | Brasil Estados Unidos |
| Feria del Disco | Otras Actividades de Servicios Comunitarios, Sociales y Personales | Planea abrir entre cuatro y seis tiendas en las principales capitales | N.D | Chile |
| La Compañía Siderúrgica Nacional | Industria Manufacturera | El conglomerado de siderurgia, mineral de hierro y cemento (csn) de Brasil sigue con la mira puesta en Colombia, pese a que no pudo comprar paz del Río | N.D | Brasil |
| Galway Resources Limited | Explotación de minas y canteras | Evaluación para adelantar exploraciones en Colombia (carbón, metales preciosos y comunes) | N.D | Estados Unidos |
| InterBrew - AmBev | Industria Manufacturera | Ultinacionales cerveceras buscan aumentar su demanda, por tanto crearán nuevos productos) | N.D | Bélgica-Brasil. |
| Peruana Segundo Muelle | Hoteles y Restaurantes | Apertura de restaurante como parte de su proyecto de expansión en Latinoamérica | N.D | Perú |
| Downs Tream-KBR | Agricultura, ganadería, caza y silvicultura | Interés en siembra de caña en la región de Mapiripán para producir alcohol para mezclar con gasolina. | N.D | Estados Unidos |
| Suroco Energy | Explotación de minas y canteras | La empresa canadiense adquirirá el 52%.del consorcio Colombia Energy | N.D | Canadá |
| General Electric | Varios | Planea generar inversiones en áreas de como minería e hidrocarburos, energía, transporte, mercado financiero, salud y entretenimiento | N.D | Estados Unidos |

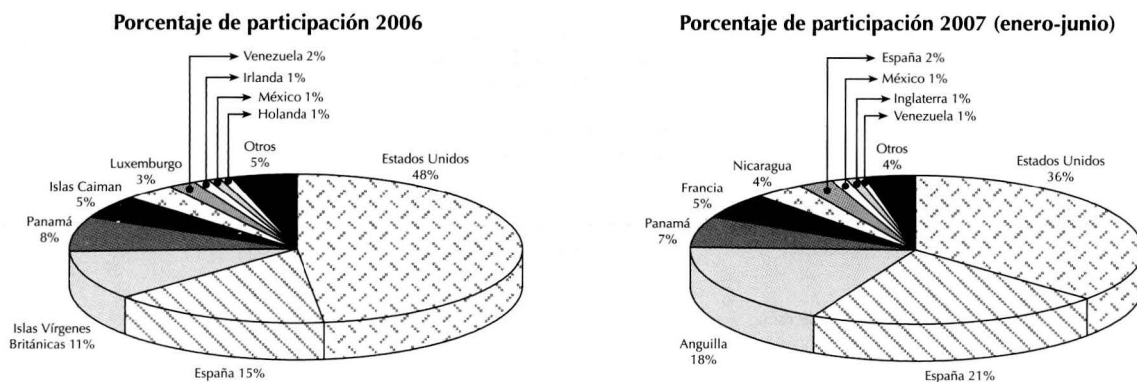
Fuente: Proexport.

Por otra parte, al observar la procedencia de los flujos de IED, buena parte de estos viene de Estados Unidos, lo que permite pensar que, en caso de una profundización de la recesión en Estados Unidos, una proporción significativa de los flujos de IED hacia Colombia se podría ver afectada negativamente. En efecto, para el periodo enero- junio de 2007, el 38% de los flujos provino de América del Norte, dentro de los cuales casi el 36% corresponden a inversión realizada por de Estados Unidos (Gráfico 16). Si bien hasta el 2006, los flujos provenientes de Europa eran significativos, estos se redujeron considerablemente al pasar de representar cerca de 23% del total de la IED, a registrar una salida neta de flujos de capital. Dentro de los países europeos cabe resaltar la disminución de la participación de España, cuya IED representó cerca de 16% de la IED en 2006, a solo 2,4% en 2007. Por su parte, la inversión proveniente de América del Sur registró un incremento, al pasar de representar el 3% del total en 2006 a 23% en 2007. En este grupo cabe resaltar la participación de Brasil, que a junio de 2007 representa el 21% de la IED. Colombia deberá entonces realizar esfuerzos para promover la

inversión proveniente de los países vecinos, así como recuperar la inversión de los países europeos, con el fin de diversificar la procedencia de las mismas.

Por último, no debe descartarse la posibilidad de que, dadas las restricciones a los flujos de capital impuestas en mayo de 2007, pudieran ingresar capitales de corto plazo a través de IED con el fin de evadir estos controles. Sin embargo, cabe recordar que la declaración de Inversión Extranjera Directa implica a los inversionistas trámites y tiempo, lo cual le resta liquidez y rentabilidad a las transacciones. De hecho, en principio, las inversiones directas tienen controles más severos que las mismas inversiones de cartera. Si estuvieran entrando capitales de corto plazo por esta vía, los agentes estarían retirando su dinero a través del rubro de "reembolsos de capital". Al observar las cifras de reembolso de capital entre enero y septiembre de 2007, estas representaron US\$1.625 millones. De acuerdo a los registros de la balanza de pagos, estos reembolsos corresponden a reembolsos de empresas que, en efecto, han hecho algún tipo de IED en el país¹.

Gráfico 16. IED POR PAÍS DE ORIGEN



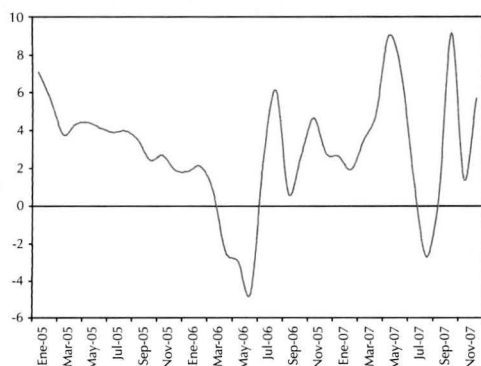
Fuente: Proexport.

¹ Dada la confidencialidad de los datos no se puede conocer exactamente a que empresas corresponden estos reembolsos.

B. Inversión de corto plazo

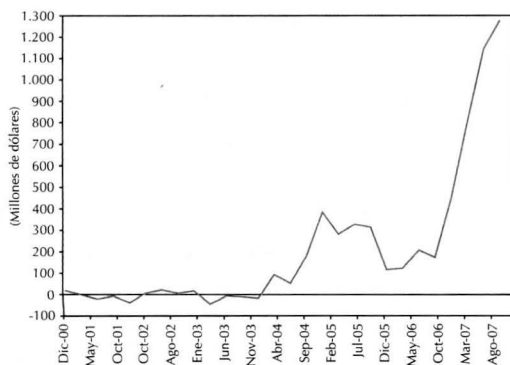
Recientemente se ha registrado un incremento de los flujos de corto plazo debido sobre todo al diferencial de tasas de interés existentes con Estados Unidos (Gráfico 17). Estos han pasado de representar cerca de US\$ 70 millones anuales en 2006 a sumar cerca de US\$ 1.200 en 2007, lo que significa un incremento de 16,1% (Gráfico 18). Sin embargo, estos flujos de capital pueden ser susceptibles de una salida súbita de capitales en caso de que la crisis financiera internacional se recrudezca y los agentes pierdan

Gráfico 17. DIFERENCIAL DE TASAS DE INTERÉS



Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

Gráfico 18. FLUJOS DE INVERSIÓN DE CARTERA*



* Datos anualizados.

Fuente: Banco de la República.

confianza en el mercado colombiano. Si bien estos representan un porcentaje mucho menor que la inversión extranjera, el país no puede contar con ellos como una manera permanente de financiar su posición externa, es por esto que la IED se convierte en un determinante clave para la financiación del déficit en cuenta corriente.

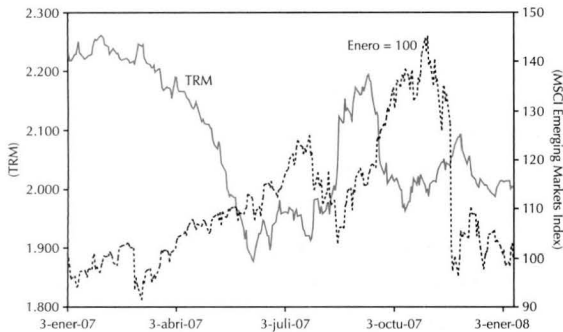
Como se vio en los últimos meses de 2007, los movimientos en los flujos de capitales han sido bastante volátiles y han estado sujetos a lo que sucede con el entorno internacional, así como a la confianza de los inversionistas en los diferentes mercados y su percepción de riesgo. Ante una mayor incertidumbre en los mercados financieros los inversionistas muestran su preferencia por activos de bajo riesgo, lo que se traduce en un menor flujo de capitales hacia las economías emergentes. Sin embargo, dada la disminución de las tasas de interés en Estados Unidos, los diferenciales en tasas de interés han hecho que para algunos inversionistas menos aversos al riesgo sea más rentable invertir en países como Colombia.

Al observar el índice MSCI de confianza en los mercados emergentes, se hace evidente que durante los episodios de mayor incertidumbre y caídas en las bolsas, la confianza de los agentes en los mercados emergentes ha disminuido (Gráfico 19), lo que provoca una salida de capitales que, en el caso de Colombia, se traduce en una devaluación del tipo de cambio. Esto implica que, en buena medida, el comportamiento de los flujos de corto plazo depende de lo que suceda con la economía de Estados Unidos.

IV. EL ENTORNO ECONÓMICO INTERNACIONAL: ¿ESTAMOS BLINDADOS FRENTE LO QUE PUEDA PASAR?

Tal como se evidenció en la sección anterior, buena parte del déficit en cuenta corriente se encuentra

Gráfico 19. ÍNDICE MSCI DE MERCADOS EMERGENTES



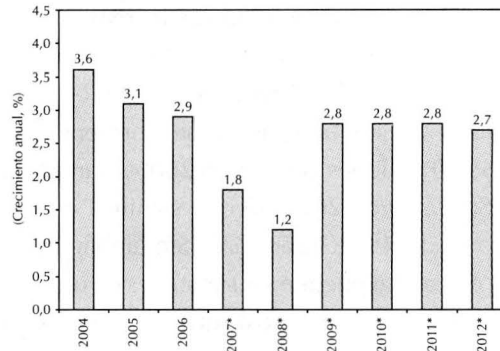
Fuente: Yahoo Finance.

financiado por la entrada de IED, y, en principio, para 2008, el país seguirá contando con entradas por este concepto. Sin embargo, este escenario no está exento de riesgos. Aunque hasta el momento Colombia ha contado con los mecanismos para financiar su desbalance externo, esto no significa que estos capitales seguirán entrando al país de manera automática y que, por tanto, no somos invulnerables frente una reversión de los flujos de capitales.

Por una parte, ante una profundización de la recesión en Estados Unidos (Gráfico 20), como ya se ha venido anunciando en varias esferas económicas de ese país, sobre todo después de conocerse el dato de desempleo de diciembre (5%) (Gráfico 21), no sólo se afectarían las exportaciones colombianas, sino que además se profundizaría la crisis en los mercados financieros internacionales. Un recrudecimiento de la crisis implicaría una menor liquidez internacional y una menor confianza de los inversionistas en los mercados emergentes. Lo anterior significaría menores flujos de capital hacia Colombia, tanto en la forma de IED como de inversión de portafolio.

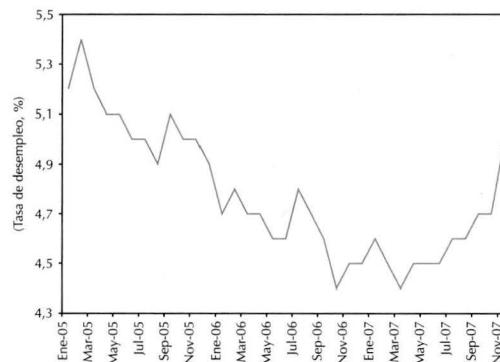
Esto podría verse agravado si se tiene en cuenta que, por una parte, la crisis del mercado *subprime* puede

Gráfico 20. CRECIMIENTO Y PROYECCIONES DE CRECIMIENTO DE ESTADOS UNIDOS



Fuente: The Economist Intelligence Unit.

Gráfico 21. DESEMPLEO EN ESTADOS UNIDOS



Fuente: U.S. Department of Labor. Bureau of Labor Statistics.

ser más una crisis de solvencia que de liquidez. Los anuncios de pérdidas que han hecho los grandes bancos pueden ser, hasta ahora, sólo el inicio de una crisis aún mayor y sistémica. En los próximos trimestres se tendrán noticias, no sólo de lo que ha sucedido con los grandes bancos², sino con bancos más pequeños alrededor del mundo para los cuales las pérdidas pueden ser mucho más graves.

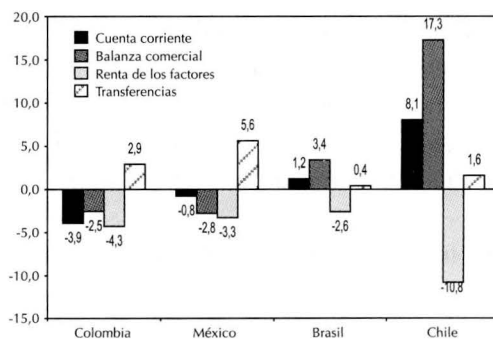
² Citibank anuncio pérdidas de más de U\$9.800 millones de dólares, el peor balance en sus 196 años de existencia. Merrill Lynch anuncio pérdidas cercanas a los 10.000 millones de dólares.

Esto provocaría que a pesar del diferencial de tasas de interés no exista el suficiente capital para traer hacia el país. Y, por otra parte, es cada vez menos probable que se ratifique el TLC en 2008.

Si bien recientemente los agentes han comenzado a internalizar los episodios de "malas noticias" en el mercado financiero, y la confianza en los mercados se ha "estabilizado" dado que esperan que la FED le inyecte liquidez al mercado con el fin de estabilizar la economía. De hecho, el 22 de enero la FED decidió reducir en 75 puntos básicos su tasa de referencia y su tasa de descuento en vista del debilitamiento de las perspectivas económicas y los riesgos de una baja en el crecimiento. De este modo estas tasa se ubican en 3,5 y 4 respectivamente. Además afirmó que seguirá evaluando los efectos que tenga la evolución del sector financiero, así como los demás desarrollos económicos y actuará en forma oportuna para hacer frente a esos riesgos. Sin embargo es probable que esta crisis no pueda ser resuelta con más inyección de liquidez, menores tasas de interés y mayor gasto. En caso de que la crisis resulte ser sistémica, los índices de confianza caerían al piso afectando enormemente a países emergentes como Colombia, que son los primeros en registrar las salidas de capitales en estos casos.

Adicionalmente, en comparación con otros países de América latina el déficit en cuenta corriente de Colombia es elevado. Esto hace que Colombia sea más vulnerable a un menor flujo de capitales que otros países de la región que sí han aprovechado el auge de los precios del petróleo para tener una balanza comercial superavitaria y un menor déficit en cuenta corriente. Por ejemplo, durante el segundo trimestre de 2007, México presentó un déficit de 0,8% y Brasil y Chile presentaron superávit de 1,2% y 5,4% respectivamente (Gráfico 22). Si bien en Chile el saldo en la cuenta de renta de los factores fue

Gráfico 22. SALDO EN CUENTA CORRIENTE Y SUS COMPONENTES EN AMÉRICA LATINA (Primer semestre de 2007)



Fuente: Banco de México, Banco Central de Chile, Banco Central de Brasil, Banco de la República, Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática de México, cálculos de Fedesarrollo.

deficitario en un 10,8% del PIB, este fue compensado por un superávit en la balanza comercial de 17,3% del PIB. Lo mismo sucede para Brasil, donde el saldo comercial fue de 3,4% del PIB.

A esto se suma que existen problemas de competitividad atados especialmente a los altos costos laborales, así como a los altos costos impositivos. Si bien se han tratado de hacer esfuerzos para promover las exportaciones, por ejemplo por medio de la creación de las Zonas Francas en 2005, su utilidad ha sido relativamente modesta en comparación con los casos más exitosos a nivel mundial como China, Indonesia, Malasia o Filipinas. De hecho, los decretos 383 de febrero y 4051 de octubre de 2007, que modificaron los objetivos, alcances y efectos de las Zonas Francas con el fin de lograr un auge de las exportaciones, parecieran ser más un incentivo tributario a la inversión que una estrategia de promoción de las exportaciones.

Por otra parte, el incremento del gasto, hace que el gobierno tenga un margen de maniobra menos amplio para enfrentar una reducción súbita de los flujos

de capital. Lo que, acompañado de las presiones inflacionarias, impediría que el Banco de la República le inyecte liquidez a la economía. Además, las vulnerabilidades fiscales no sólo implicarían que el país esté en una menor capacidad de mantener este déficit, sino que, significarían una desventaja a la hora de atraer inversión extranjera al país, lo que a su vez dificulta la financiación del mismo.

V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Si bien hasta el momento Colombia ha tenido los recursos para financiar el déficit en cuenta corriente, esto se ha debido en buena medida a las condiciones externas favorables. Sin embargo, estas condiciones se están deteriorando, y el país no se encuentra del todo blindado contra un deterioro del entorno internacional. En efecto, una profundización de la recesión en Estados Unidos y el consecuente deterioro de la crisis financiera internacional, podrían conducir a una súbita reducción de los flujos de capital externo, lo que dejaría al país en dificultades para financiar el déficit, debido al exceso de gasto que imposibilita una política anticíclica; las presiones de demanda que no permiten inyectarle más liquidez a la economía sin poner en riesgo el cumplimiento de la meta de inflación; y el comercio externo débil que nos conduce a una balanza comercial cada vez más deficitaria.

En este sentido, Colombia se encuentra en una posición más vulnerable que otros países frente a un deterioro de la situación financiera internacional y la reversión de los flujos internacionales. Por esto, se deberán tener en cuenta una serie de elementos estructurales a la hora de definir las políticas para el 2008 y los años a venir:

□ La capacidad del país de atraer Inversión Extranjera Directa será un determinante clave para la

financiación del déficit en cuenta corriente. Para tal fin es importante fortalecer la IED en sectores diferentes al de petroleos, así como diversificar los países de origen de la misma. Sin embargo, las vulnerabilidades fiscales pueden afectar las decisiones de inversión, a la vez que dan al gobierno poco margen de maniobra.

□ Si bien hasta el momento el Banco de la República ha orientado su política monetaria a reducir las presiones de demanda, y se espera que durante el 2008 el canal de transmisión de su política comience a tener efectos, el Gobierno también debe propender por una política fiscal anticíclica que contribuya a corregir el desbalance en cuenta corriente. Es decir, también se requiere un mayor esfuerzo de ahorro por parte del sector público. La coordinación macroeconómica es fundamental, especialmente en momentos de turbulencia en los mercados financieros internacionales, ya que la experiencia de años pasados sugiere que una alta coherencia entre las políticas fiscal y monetaria asegura una menor vulnerabilidad del país frente a condiciones externas.

□ Se deben encontrar los mecanismos para fortalecer el comercio externo. Si el dinamismo de la demanda interna cede, es probable que se requieran menos importaciones para suplirla. Por otra parte, si el TLC se firma, será posible aumentar nuestras exportaciones. Sin embargo, no es del todo evidente que estas dos situaciones se den en el corto plazo. Por tanto, Colombia debe encontrar soluciones estructurales que le permitan ser competitivo, diversificar sus exportaciones y sus socios comerciales, y propender por generar los incentivos adecuados para la exportación con el fin de fortalecer nuestra inserción al comercio global.

BIBLIOGRAFÍA

- Cárdenas, Mauricio & Olivera, Mauricio (2007), "La Inversión Extranjera Directa como impulso al desarrollo". En: Economía y Política: Análisis de la coyuntura legislativa No. 30, junio. Bogotá, Fedesarrollo. CIPE.
- Echeverry, Juan Carlos (1999), "La recesión actual en Colombia: flujos, balances y política anticíclica". Archivos de Macroeconomía No. 113. República de Colombia, Departamento de Planeación Nacional. Unidad de Análisis Macroeconómico.
- Krugman, Paul (2007), "*After the Money's Gone*". En: The New York Times (Dec 14 Ed.). Vinculo web: <http://www.nytimes.com/2007/12/14/opinion/14krugman.html>, (18/01/2008).
- Krugman, Paul (2008), "*Responding to Recession*". En: The New York Times (Jan 14 Ed.). Vinculo web: <http://www.nytimes.com/2008/01/14/opinion/14krugman.html>, (18/01/2008).
- Perry, Guillermo & Rubiano, Eliana (2008), "El nuevo régimen de Zonas Francas: de la promoción de exportaciones a un incentivo tributario más para la inversión". En: Economía y Política: Análisis de la coyuntura legislativa No. 37, enero. Bogotá, Fedesarrollo. CIPE.
- Reina, Mauricio (2008), "Se prenden las alarmas. La avalancha de malas noticias económicas en el mundo crea inquietud sobre su efecto en Colombia". En: Revista Cambio (17 a 23 de enero) No. 759. Bogotá, Casa Editorial El Tiempo.