Opinión / Análisis

# Plan Financiero: entre la realidad y el optimismo

**Nuestra proyección de crecimiento para este año es de 3,1% y difiere del pronóstico oficial en la medida que el Gobierno espera un efecto mucho más importante del que anticipamos de la Ley de Crecimiento (ley 2010 de 2019) sobre la inversión privada.**



**José Ignacio López (Izq.)***
**Julio César Romero****

El Ministerio de Hacienda presentó hace pocos días la actualización del Plan Financiero para 2020. Al ser la hoja de ruta sobre la situación fiscal del país y dar detalles sobre las fuentes de financiamiento del Gobierno, este Plan es un elemento indispensable para el análisis de los mercados financieros locales.

En esta actualización el Gobierno presentó una proyección de crecimiento menor para 2020 de 3,7% frente al 4% antes esperado que, si bien se aproxima al consenso de analistas, nos parece aún optimista. Nuestra proyección de crecimiento para este año es de 3,1% y difiere a la proyección oficial en la medida que el Gobierno espera un efecto mucho más importante del que anticipamos de la Ley de Crecimiento (ley 2010 de 2019) sobre la inversión privada (Tabla 1).

En materia fiscal, el Plan Financiero pronostica un déficit del Gobierno Nacional Central para 2020 de 2,2% del PIB en 2020, en línea con la senda de ajuste establecida por la Regla Fiscal. Esta noticia es positiva para los mercados financieros y para el país, ya que el menor déficit confirma al avance en el programa de ajuste fiscal. No obstante, el mismo Plan Financiero devela que el ajuste en 2020 requerirá de ingresos no recurrentes como las utilidades del Banco de la República y la venta (enajenación) de activos estatales. En la medida que estos ingresos no son recurrentes y por tanto no necesariamente replicables, esto pone la estrategia de ajuste fiscal en una situación frágil.

Adicionalmente, el Plan Financiero muestra que el Gobierno seguirá recurriendo en 2020 a una estrategia de sustitución de pasivos, donde obligaciones con el sistema de salud o asociadas a sentencias judiciales serán remplazados por títulos públicos. Esta estrategia, si bien es financieramente deseable dado que aminora el costo de dichas obligaciones, divorcia la dinámica de la deuda pública del balance fiscal, y por ende reduce la efectividad de la Regla Fiscal. Creemos que el Gobierno tiene espacio para modernizar el marco legal que rige la Regla Fiscal con el objetivo de fortalecer su institucionalidad y por ende credibilidad.

**Balance Fiscal del Gobierno Nacional Central** Tabla 2.

MFMP 2019 vs Plan Financiero 2020 - % del PIB

| Concepto | 2018 | 2019 MFMP (Jun-19) | 2019 Plan Financiero (feb-20) | 2020 MFMP (Jun-19) | 2020 Plan Financiero (feb-20) |
|---|---|---|---|---|---|
| Ingresos totales | 15,3 | 16,6 | 16,5 | 16,2 | 16,7 |
| Tributarios | 13,9 | 14,3 | 14,3 | 14,5 | 14,3 |
| No tributarios | 0,6 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Fondos Especiales | | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Recursos de capital | 1,2 | 2,1 | 2,0 | 1,5 | 2,1 |
| Dividendos (ordinarios) de Ecopetrol | 0,3 | 0,8 | | 0,7 | 0,6 |
| Utilidades de BanRep | | 0,2 | | 0,3 | 0,6 |
| Privatizaciones (enajenaciones) | | 0,6 | | 0,8 | 0,5 |
| Gastos totales | 18,4 | 18,9 | 19 | 18,8 | 19,0 |
| Intereses | 2,8 | 3,0 | 3,0 | 3,0 | 2,9 |
| Funcionamiento e inversión | 15,6 | 15,9 | 16 | 15,8 | 16,1 |
| Balance primario | -3,1 | 0,6 | 0,5 | 0,7 | 0,6 |
| Balance total GNC | -0,3 | -2,4 | -2,5 | -2,2 | -2,2 |

Fuente: Ministerio de Hacienda

**Deuda bruta del GNC** Tabla 1.




Fuente: Minhacienda

**Supuestos Macroeconómicos** Tabla 1.

MFMP vs Plan Financiero

| | MFMP (Jun-19) 2019 | MFMP (Jun-19) 2020 | Plan Financiero (feb-20) 2019 | Plan Financiero (feb-20) 2020 | Corficolombiana 2019 | Corficolombiana 2020 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Crecimiento PIB (%) | 3,6 | 4,0 | 3,3 | 3,7 | 3,2 | 3,1 |
| Inflación IPC (fin de año, %) | 3,2 | 3,0 | 3,8 | 3,1 | 3,8 | 3,4 |
| Brent (US$ por barril) | 65,5 | 67,2 | 64,2 | 60,5 | 65,0 | 62,0 |
| Tasa de cambio (pesos por dólar) | 3.171 | 3.129 | 3.285 | 3.320 | 3.275 | 3.350 |

Fuente: Minhacienda. Estimaciones de Corficolombiana

**UN AJUSTE FISCAL APRETADO**

El Gobierno proyecta que su déficit fiscal será de 2,2% del PIB en 2020, como resultado de ingresos de 16,7% del PIB y de gastos por 19,0% del PIB. La meta de déficit asume ingresos de utilidades del Banco de la República por 7,2 billones de pesos, dividendos de Ecopetrol para el Estado por 6,5 billones y enajenaciones por un monto de 6,2 billones. Sobre este último rubro no se especifica el origen de los recursos, pero creemos que podría ser resultado de la venta de algunas electrificadoras. (Tabla 2).

Sin embargo, incluir posibles enajenaciones como ingresos, sigue poniendo en tela de juicio ante algunas agencias calificadoras de riesgo -especialmente Fitch Ratings- la credibilidad del ajuste. Si a este tema le sumamos el aumento sostenido de la deuda en los últimos años (Gráfico 1), no descartamos que Fitch decida bajar la calificación de Colombia a finales del año del actual BBB hacia BBB-, dando cumplimiento a su perspectiva negativa. Esta decisión, no obstante, dependerá de la evolución de los números fiscales durante este año, que, de sorprender positivamente como el año anterior, podría inclinar la balanza hacia una decisión de mantener la calificación.

**RECOMPONER DEUDA Y EMISIÓN DE OBLIGACIONES**

De acuerdo con las cifras de Fuentes y Usos, las necesidades de financiamiento del GNC disminuyen 15% este año, al pasar de 89,0 billones de pesos en 2019 a 74,8 billones en 2020. Por el lado de los Usos, se evidencia que continúa la estrategia del Gobierno de reconocer como deuda (emisión de TES) obligaciones que vienen de periodos anteriores con una tasa de interés cercana a la usura. En 2019, dicha estrategia permitió pagar la deuda con el sector salud (Ley de Punto Final), de aproximadamente 10 billones de pesos. El Tesoro realizó los desembolsos en caja asociados con esa obligación, y actualmente se están surtiendo procesos de auditoría para que las entidades de salud puedan recibir efectivamente los recursos.

No obstante, pagar dichas obligaciones con emisión de deuda pública ha desdibujado la relación entre el déficit fiscal y la deuda pública. Relación que se encuentra a la basa de cómo opera la Regla Fiscal debido a que la Regla garantiza la sostenibilidad de la deuda imponiendo metas de déficits. A pesar del menor déficit en 2019, la deuda del Gobierno Nacional Central continuó en aumento, reflejando el pago de pasivos contingentes. La deuda bruta como proporción del PIB pasó de 49,8% en 2019 a 51,2% en 2019 y de acuerdo con las cifras del Ministerio alcanzará un nivel de 51,6% a cierre de este año (Gráfico 1).

El aumento de la deuda en 2019 fue inferior al que estimábamos (niveles mayores a 52% del PIB), en buena medida porque el Gobierno adoptó medidas austeras a última hora por el lado del gasto (logró un recorte efectivo de 9 billones de pesos en el Presupuesto de 2019, de los cuales 8,2 billones los financiaba directamente), y además aprovechó las condiciones de bajas tasas de interés en el mercado financiero para reducir el costo de la deuda y aliviar el plan de amortizaciones a corto plazo.

De todas formas, la disociación déficit-deuda pone en duda la relevancia de continuar con una Regla Fiscal cuya herramienta de ajuste no refleja el aumento del endeudamiento, razón por la cual hemos advertido que este año se podrían hacer ajustes a la Regla Fiscal con el fin de mejorar su operatividad.

> "Creemos que el Gobierno tiene espacio para modernizar el marco legal que rige la Regla Fiscal con el objetivo de fortalecer su institucionalidad y por ende credibilidad".

* Director - Investigaciones Económicas Corficolombiana.
** Economista en Jefe - Investigaciones Económicas Corficolombiana