

Shock externo y respuesta de política macroeconómica en Colombia

Eduardo Ariel Corso

Diciembre de 2010

Resumen

I. Introducción

A lo largo de las últimas dos décadas, las políticas macroeconómicas de las economías latinoamericanas han sido característicamente pro-cíclicas, favoreciendo el crecimiento económico durante los períodos de auge externo, y acumulando vulnerabilidades que se ponen de manifiesto ante condiciones externas menos favorables (Ocampo, 2007).

Al igual que en otros países de América Latina, a comienzos de los años noventa las autoridades colombianas emprendieron una serie de reformas que afectaron el comportamiento cíclico de la economía. El conjunto de medidas incluyó un proceso de apertura y liberalización financiera y una reforma constitucional con profundos efectos fiscales. Como resultado, la economía experimentó una fase de exuberancia de los ingresos de capitales, dando origen a un ciclo de expansión del crédito y de mayor fragilidad financiera, principalmente en el segmento hipotecario.

Los episodios de crisis financiera acontecidos en el sudeste asiático en primer lugar, y el posterior efecto contagio que siguió a la crisis rusa, repercutieron en el acceso al financiamiento externo de las economías emergentes, encontrando a la economía colombiana con un sistema financiero frágil, altos niveles de endeudamiento externo, un profundo déficit de cuenta corriente financiado principalmente con pasivos de corto plazo y una baja flexibilidad cambiaria. Los acuciantes resultados negativos en el frente fiscal promovidos por la reforma de la constitución, imposibilitaron la realización de una respuesta de política contracíclica. La capacidad de las autoridades de realizar políticas monetarias contracíclicas también se encontró limitada, y de hecho actuaron de manera procíclica, a través del incremento en las tasas de interés con el objeto de contrarrestar la salida de capitales. La imposibilidad de defender el régimen cambiario llevó al abandono del *crawling peg* vigente en 1999, y la posterior adopción de un régimen de flotación administrada.

Tras el desencadenamiento de la crisis, el gobierno colombiano emprendió una serie de medidas en el plano fiscal, monetario y financiero que, junto con al auge en el precio de los commodities que caracterizó el período 2004-2008, redujeron significativamente las vulnerabilidades de la economía a lo largo de los últimos años, lo que se tradujo en un aumento en la capacidad de respuesta de política económica ante eventos externos críticos, como se haría manifiesto durante el episodio global de 2007-2008.

Si bien es innegable el rol que factores exógenos tales como el incremento en los términos de intercambio observados en el período 2004-2008, han tenido para explicar las mayores fortalezas de la economía, no es menos importante el efecto del conjunto de medidas de política emprendidas en diversas áreas, como las mejoras recaudatorias observadas durante ambas administraciones Uribe, la desarticulación de los mecanismos indexatorios luego de la crisis de 1999, la adopción de una política de metas de inflación, la política de

intervención cambiaria activa implementada para lidiar con la presión a la apreciación real y la volatilidad nominal, la reestructuración del sistema financiero, el sesgo de los flujos de capitales hacia inversión extranjera directa en petróleo y minería, y por última la capitalización de Ecopetrol que genera buenas perspectivas en términos de exportación de combustibles.

Como resultado de la interacción de estos factores, frente al reciente episodio de crisis financiera global, tanto la política monetaria como la fiscal evidenciaron una respuesta contra-cíclica. En el caso de la política monetaria, el comportamiento contra-cíclico también se observó durante el auge previo (2004-2008). Sin embargo, la capacidad de respuesta de la política fiscal continúa siendo limitada, condicionada por un déficit fiscal de carácter estructural. Esta característica de las cuentas públicas colombianas es una pesada herencia de la reforma constitucional llevada a cabo a comienzos de la década del noventa, y su corrección constituye la principal deuda pendiente en materia económica.

El objetivo de este trabajo es analizar los factores que explican la mayor capacidad de respuesta de política de los hacedores de política frente a la reciente crisis global, en comparación con el episodio de 1999. Paralelamente, se buscará identificar cuáles son los principales condicionantes de la economía que se encuentran aún operativos. Con este fin, el resto del trabajo se estructura de la siguiente manera. En la sección II se describe el ciclo de auge y reversión de los flujos de capitales que finalizó en la crisis de 1999 y el conjunto de medidas emprendidas posteriormente con el objeto de regularizar el comportamiento del sistema financiero. En la sección III se analiza la evolución del régimen monetario-cambiario colombiano desde comienzos de los noventa hasta la actualidad. En la sección IV se presenta un análisis de la evolución de las cuentas públicas colombianas desde la reforma de la constitución de 1991 mientras que en la sección V se describe la evolución de las cuentas externas. Sobre la base de las secciones II, III y IV, en la sección V se analiza la respuesta de política monetaria y fiscal frente a la experiencia de la crisis subprime. Por último en la sección IV se presentan las conclusiones.

II. Flujos de capitales, fragilidad financiera y crisis

II.1 La apertura y liberalización financiera de comienzos de los noventa

Al igual que en otras economías de la región, hacia comienzos de los años noventa Colombia se embarcó en un proceso de apertura y liberalización enraizado en los lineamientos del denominado Consenso de Washington¹. La liberalización de la inversión extranjera directa (IED) había comenzado anteriormente, hacia fines de la década del ochenta, con la decisión

¹ Los cambios en la estructura institucional colombiana durante la primera mitad de los noventa fueron profundos, y su alcance fue mucho más allá que la apertura y liberalización financiera. El proceso incluyó una reforma constitucional en 1991, cuyos efectos sobre las cuentas públicas del país serán analizados en la sección IV.

220 de 1987 de la Comisión del Acuerdo de Cartagena, que suprimió la lista de prohibiciones a la IED y aumentó el derecho de giro de utilidades. Posteriormente, la ley 9 de 1991 derogó el control de cambios.

Desde el comienzo del proceso de apertura y liberalización financiera hasta la actualidad, Colombia experimentó dos grandes fases de ingresos de capitales. La primera, se extiende desde comienzos de los años noventa hasta 1998, mientras que la segunda tiene su inicio en 2004 y finaliza con el estallido de la crisis sub-prime. Específicamente, consideraremos la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 como el final de esta etapa. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido tras la finalización de la primera fase, las condiciones de accesibilidad al financiamiento externo de los agentes colombianos se ha recuperado con rapidez una vez disipados los efectos impacto de la reciente crisis global. Adicionalmente, las bajas tasas de interés en las economías centrales resultantes de políticas monetarias con sesgo expansivo, promovieron los flujos de capitales hacia las economías emergentes. De esta manera, podemos considerar que el país se encuentra actualmente transitando por una tercera fase en términos de ingresos de capitales que puede muy bien ser considerada la continuación de la segunda.

Durante el período en que se extendió la primera fase, el sistema financiero colombiano experimentó un típico ciclo de aumento del crédito acompañado con un incremento en la fragilidad financiera, dada la mayor disposición de los intermediarios a tomar riesgo con el sector privado. Como será analizado más adelante en este trabajo, el boom de crédito se concentró en el mercado hipotecario, en el cual las vulnerabilidades se harían particularmente manifiestas.

La primera fase de ingresos de capitales culminaría con una reversión súbita en 1998, desencadenada por el efecto contagio frente a la mayor incertidumbre generada por los episodios de Brasil y Rusia. La presión sobre el mercado de cambios y sobre las tasas de interés locales actuaría como un catalizador de la crisis financiera y cambiaria que golpeó duramente a la economía durante 1999. Los cambios en la estructura del sistema financiero acontecidos durante la primera mitad de los noventa implicarían que la crisis no se circunscribiría al mercado hipotecario, sino que repercutiría en el resto del sistema financiero. De esta manera, comprender los elementos que subyacen tras aquel episodio implica necesariamente tener en cuenta los cambios en la estructura del sistema.

Características generales del sistema financiero

El desarrollo del sistema financiero colombiano con anterioridad a la década del noventa se ha enmarcado en un modelo de especialización (ver De la Cruz y Stephanu, 2006 y Clavijo, 2000), caracterizado por tres elementos. En primer lugar, el desarrollo de instituciones financieras especializadas, con objetivos diferenciados y actividades específicas. En segundo

lugar, el aislamiento en términos de propiedad de estas instituciones, mediante restricciones a la propiedad cruzada. Por último, el establecimiento de restricciones a la inversión por parte de las entidades de depósitos, como por ejemplo las prohibiciones a realizar inversiones accionarias en el sector real.

Junto con la liberalización de los flujos de capitales, el sistema financiero colombiano fue objeto de una profunda reforma a través de la ley 45 de 1990, que implicaría el abandono del esquema histórico previamente mencionado. Específicamente, la norma autorizó las participaciones accionarias cruzadas entre algunos grupos de entidades financieras, estableciendo un sistema de *multibanca*, y promoviendo el desarrollo de conglomerados financieros. La ley estableció la libertad de entrada y salida de los mercados, redefinió la estructura del sector financiero y de sus servicios, y reguló los flujos de información. Posteriormente, la ley 35 de 1993 aprobó la ampliación de las operaciones que podían realizar los diversos intermediarios, autorizó la creación de entidades especializadas en leasing, facilitó la liberación de plazos y tasas de interés, posibilitó a las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV) a captar fondos en pesos y amplió sus operaciones, como así también las de las Compañías de Financiamiento Comercial (CFC) y de las Corporaciones Financieras (CF). En particular, eliminó el monopolio de las CAV como entidades de ahorro, beneficio del que disponían desde 1972. En este nuevo esquema de multibanca, las principales entidades que pasaron a conformar el sistema financiero colombiano son las siguientes:

- 1) Establecimientos bancarios: Entidades que ofrecen servicios tanto a escala minorista (incluyendo financiamiento hipotecario) como así también servicios bancarios corporativos con excepción de banca de inversión y leasing.
- 2) Corporaciones financieras (CFs): Oferentes de servicios de banca de inversión y corporativa, pero imposibilitadas de fondearse a través de depósitos.
- 3) Compañías de Financiamiento Comercial (CFCs): Se trata de entidades financieras oferentes de crédito y servicios de leasing, pero que no pueden fondearse con depósitos.
- 4) Compañías Fiduciarias: Especializadas en actividades de manejos de activos y actividades de trust/fiduciarias.
- 5) Comisionistas de bolsa: brokers y brokers-dealers que ofrecen servicios de banca de inversión y administración de fondos.
- 6) Compañías de seguros (de vida y otros).
- 7) Sociedades administradoras de fondos de pensiones y de cesantías.

De la liberalización de la cuenta de capitales a la crisis de 1999

El pasaje desde una banca especializada a una multibanca implicó un cambio en la estructura de riesgo del sistema financiero. Específicamente, a diferencia de un sistema de banca especializada en el que los riesgos asociados con las diversas actividades se encuentran circunscriptos a mercados específicos, en una estructura de multibanca la delimitación de los riesgos asociados con la intermediación financiera es más difusa. Si bien esta es una característica relevante del nuevo sistema, los factores que dieron origen a la crisis de 1999 deben buscarse principalmente en las características específicas del segmento hipotecario, factores que serán analizados a continuación.

Hacia fines de los años ochenta el sistema bancario concentraba la mayor proporción de sus créditos a plazos menores o iguales a un año, mientras que los créditos a mayor plazo se encontraban limitados a las CAV. Previo a la reforma del sistema financiero, estas entidades eran los únicos intermediarios autorizados a ofrecer depósitos de ahorro a tasas de interés reales no-negativas. Adicionalmente, disponían de un acceso irrestricto tanto en términos de monto como de plazos a las facilidades automáticas del banco central² frente a caídas inesperadas de los depósitos, a la vez que sus requerimientos de capital eran inferiores a los de otros intermediarios. La reforma financiera de comienzos de los noventa rompió con el cuasi-monopolio en el mercado de depósitos a plazo de las CAV, autorizándose a otros intermediarios a captar depósitos a tasas de interés competitivas. Por otro lado, se igualaron las condiciones de acceso de todos los intermediarios a los préstamos de última instancia de la autoridad monetaria. De esta manera, la regulación permitió que las entidades fueran más homogéneas y competitivas, y estimuló la generación de economías de escala que permitirían la ampliación de la oferta de instrumentos financieros. Como resultado, el financiamiento hipotecario experimentó un auge sin precedentes a partir de 1993.

Una característica específica del segmento hipotecario que tuvo un rol relevante en la gestación de la crisis, fue la presencia de un mecanismo indexatorio, a través de la aplicación de la denominada unidad de poder adquisitivo constante (UPAC), utilizada para actualizar el valor de las deudas hipotecarias. Desde su creación en septiembre de 1972 hasta su desaparición en diciembre de 1999, la UPAC fue ajustada diariamente por medio de la denominada “corrección monetaria”. Hasta septiembre de 1994, la Junta Directiva del Banco de la República llevó a cabo esta corrección monetaria en base a la inflación pasada. A partir de entonces el cálculo estuvo basado en un porcentaje fijo (74%) del promedio móvil de la tasa de interés de captación de Depósitos a Término Fijo (DTF) de corto plazo³. La

² Banco de la República de Colombia.

³ La ponderación del promedio móvil fue cambiando entre septiembre de 1994 hasta 1999. La Resolución Externa N° 26 de la Junta Directiva del Banco de la República con fecha 9 de Septiembre de 1994, estableció que el valor de la UPAC equivaldría al 74% del promedio móvil de la tasa DTF de las 12 semanas previas a la fecha de cálculo. Posteriormente, la Resolución Externa N° 18 del 30 de junio de 1995 estableció el valor de la UPAC como el 74%

medida buscaba que las CAV pudieran captar depósitos en UPAC a tasas competitivas respecto a los restantes instrumentos de ahorro (Cárdenas y Badel, 2003). Este sistema se mantuvo hasta mayo de 1999. La nueva fórmula, al atar la corrección monetaria a la tasa de interés, atenuó el riesgo de descalce para las CAV, pero transfirió una mayor riesgo a los deudores hipotecarios. Muchos deudores comenzaron a enfrentar un descalce entre sus ingresos –que crecían de acuerdo con el salario mínimo y la inflación-, y el crecimiento de las cuotas de los créditos.

La reversión de los flujos de capitales, acontecida a partir de 1998 y la consecuente presión sobre la banda cambiaria, elevó las tasas de interés de captación (DTF) y con ellas el costo del crédito (medido como el crecimiento real de la UPAC) tornando al sistema insostenible. La calidad de cartera de las entidades se deterioró de forma acelerada, y en noviembre de 1998 se declaró la emergencia económica.

Simultáneamente con los factores regulatorios, y los mecanismos indexatorios, operaron los elementos típicos del ciclo de auge y fragilidad financiera que acompañan las fases de ingresos de capitales, seguidos de una reversión y crisis financiera. Del lado de la oferta de crédito, durante la fase expansiva del ciclo se relajaron las condiciones de acceso al financiamiento hipotecario. Del lado de la demanda, la apreciación del tipo de cambio real coadyuvó para que el sector privado sobreestimara el valor real de su ingreso permanente, incentivándolo a tomar posiciones de sobre-endeudamiento con el sistema financiero.

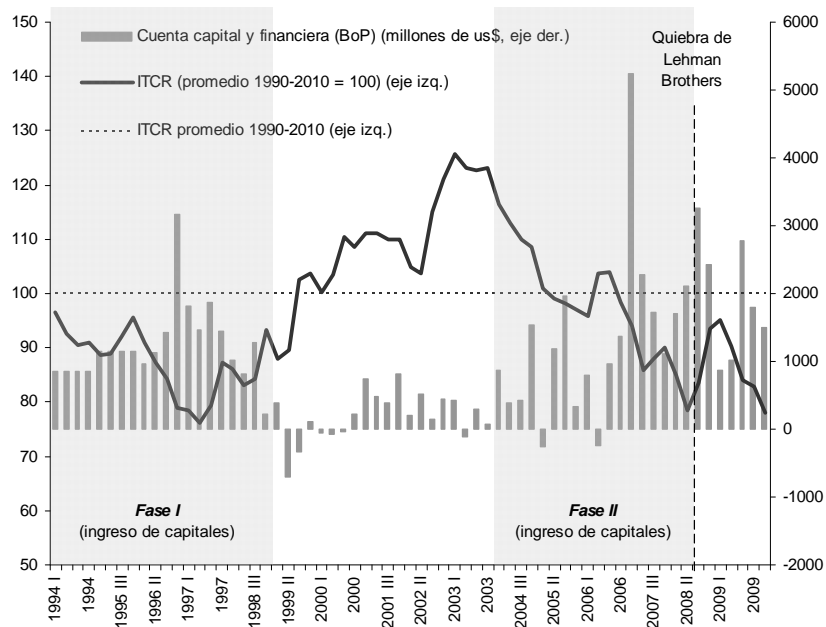
En el gráfico II.1 se observa que en Colombia, los períodos de auge en los ingresos de capitales se asocian con etapas de apreciación real, como se desprende de la evolución de las series en los subperíodos 1994-1998 y con posterioridad a 2003, hasta la actualidad. Adicionalmente, en el gráfico II.2 se observa que los flujos de capitales siguen un comportamiento procíclico, al igual que el crédito doméstico al sector privado.

Gráfico II.1

Flujos de capitales y tipo de cambio real multilateral⁴

del promedio móvil de la tasa DTF de las cuatro semanas previas. Por último, la Resolución Externa N° 6 del 5 de marzo de 1999 continuó utilizando para la definición de la UPAC el 74%, pero esta vez del promedio ponderado de la DTF efectiva de las cuatro semanas del mes anterior a aquel cuyo valor se calculaba. La tasa DTF de las semanas de cálculo tenían la siguiente ponderación: a) La DTF de la última semana del mes anterior al que se calculaba, ponderaba un 40%. b) La DTF de las tres semanas anteriores a ésta, ponderaban un 30%, 20% y 10%, respectivamente.

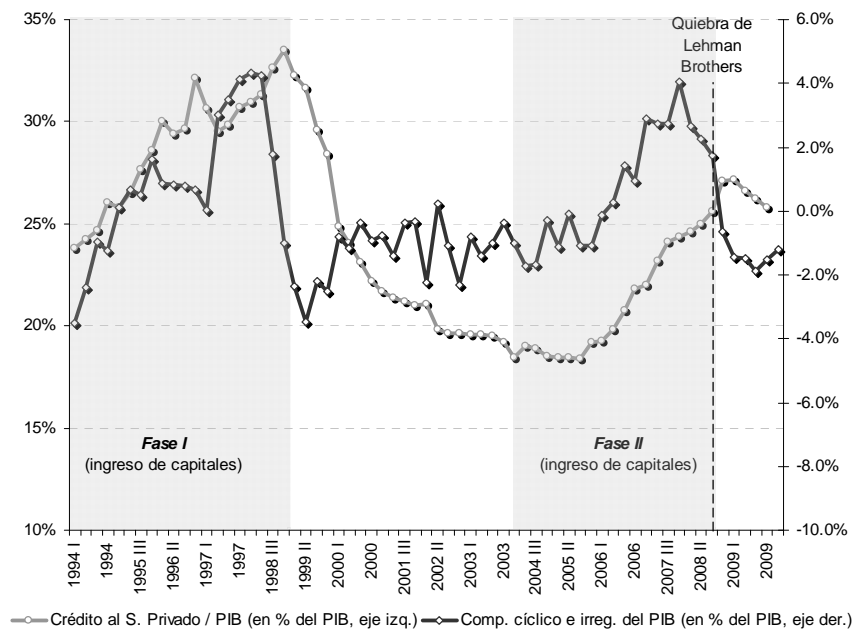
⁴ Las ponderaciones totales corresponden a la participación móvil de orden 12 de cada país en el comercio exterior colombiano (importaciones y exportaciones) con los 20 principales socios.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de la República y CEPAL.

Gráfico II.2

Componente cíclico e irregular del PIB y ratio crédito al S. Privado / PIB



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de la República.

II.2 Las respuestas frente a la crisis de 1999 y la evolución del sistema financiero

El gobierno declaró la emergencia económica en noviembre de 1998, y emprendió una serie de medidas con el objeto de mitigar los efectos de la crisis sobre las hojas de balance del sector financiero y del sector privado no financiero. Estas medidas pueden resumirse en los siguientes puntos:

- Capitalización de las pérdidas de la banca pública.
- Nacionalización y reestructuración de entidades.
- Provisión de recursos y capitalización de la banca privada.
- Alivio de deudores hipotecarios.
- Liquidación de entidades⁵.
- Reestructuración de la banca hipotecaria⁶.

El costo fiscal de las medidas tendientes a mitigar el impacto de la crisis se concentró en los primeros tres puntos. El efecto de la capitalización de la banca pública⁷ en términos de incremento de deuda se estimó en 3,9% del PIB. Con respecto a la capitalización de la banca privada, la Resoluciones 06 de 1999 y 06 de 2001 de FOGAFIN⁸, establecieron líneas de crédito con el objeto de fortalecer a las entidades por un monto estimado de 0,7% del PIB. Por último, el incremento en los pasivos públicos asociados con las compensaciones a los deudores hipotecarios ascendió a 1,6% del PIB. Estas compensaciones fueron asumidas directamente por el gobierno mediante la emisión de bonos de deuda pública entregados a las entidades hipotecarias encargadas de la reliquidación de préstamos. En resumen, el costo fiscal de la crisis se estima en 6,2% del PIB⁹ (Arango, 2006).

Con respecto a la reestructuración de la banca hipotecaria, la ley 546 de 1999 estableció la conversión de las CAV en bancos comerciales (denominados Bancos Especializados en Crédito Hipotecario (BECH)) durante los tres años siguientes, reduciéndose el número de entidades.

Mas allá de los efectos de estabilización a nivel de las hojas de balance de deudores y acreedores, un efecto colateral de las medidas fue el de generar un cambio en la estructura

⁵ La Superintendencia Bancaria intervino 10 entidades para su liquidación.

⁶ De acuerdo con la ley 510/1999, todas las CAV (Cooperativas de Ahorro para la Vivienda) debían reconvertirse en bancos antes de 2002.

⁷ Incluyendo la liquidación de la Caja Agraria.

⁸ Fondo de Garantías de Instituciones Financieras.

⁹ De acuerdo con las estimaciones oficiales, en términos del PIB de 2002, el costo bruto asciende a 7,1% del PIB. Sin embargo, las recuperaciones de activos por parte del sector público totalizaría 3,1% del PIB, de manera que el costo fiscal neto se encontraría en torno del 4,0% del PIB.

de riesgo del sistema financiero, reduciendo la exposición al riesgo de contraparte con el sector privado e incrementando la exposición al riesgo de mercado, como resultado de la sustitución en las hojas activas de las entidades de créditos al sector privado por títulos públicos. Estas tenencias pasaron de representar alrededor de un 12% de los activos en 1997 (Vargas, 2006) a más del 30% en 2005 (ver tabla II.1).

Tabla II.1

Exposición de los establecimientos de crédito a sus principales deudores
(% de la cartera total)

	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Jun-09	Dic-09	Jun-10
Sector público	33.4%	33.9%	24.3%	19.0%	18.1%	21.6%	23.7%	24.1%
Sector corporativo privado	40.2%	39.4%	44.3%	46.3%	48.9%	47.2%	44.3%	44.0%
Sector hogares	26.4%	26.8%	31.4%	34.7%	33.1%	31.3%	31.9%	31.9%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de la República.

Como resultado de la implementación de las medidas tendientes a compensar el efecto de la crisis, los indicadores de calidad de cartera, mora, cubrimiento, rentabilidad y solvencia del sector comenzaron a evidenciar una tenencia a la recuperación durante los años subsiguientes.

Tabla II.2

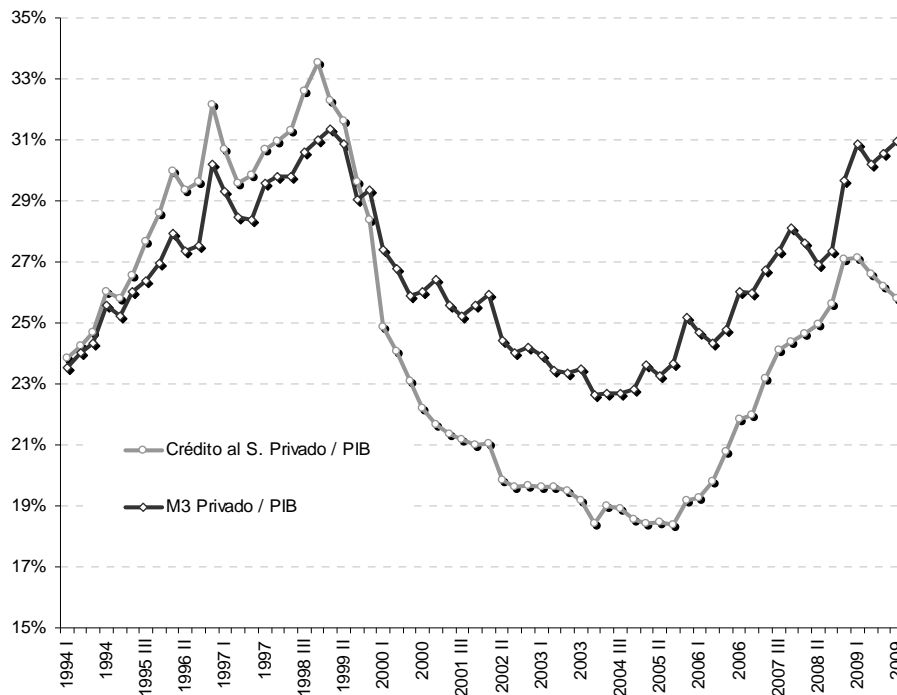
Indicadores del sistema bancario

Indicadores del sistema bancario	Dic-02	Dic-07	Dic-09
Calidad de cartera (cartera riesgosa / cartera bruta)			
Cartera hipotecaria	32.0%	8.5%	8.3%
Cartera comercial	21.0%	5.6%	9.5%
Cartera de consumo	8.0%	8.6%	10.6%
Cartera total	20.8%	6.5%	9.7%
Mora (cartera vencida / cartera bruta)			
Cartera hipotecaria	35.0%	10.7%	9.9%
Cartera comercial	5.0%	1.8%	2.9%
Cartera de consumo	7.0%	5.6%	6.5%
Cartera total	9.0%	3.3%	4.6%
Cubrimiento (provisiones / cartera riesgosa)			
Cartera hipotecaria	31.0%	36.8%	36.6%
Cartera comercial	27.5%	66.3%	51.1%
Cartera de consumo	40.8%	52.3%	71.1%
Cartera total	29.5%	58.0%	55.7%
Rentabilidad del activo (total del sistema) (ROA)	1.7%	2.0%	2.4%
Indicador de solvencia (patrimonio técnico / activos p.p. riesgo)	12.8%	13.4%	14.9%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de la República.

Una vez disipada la incertidumbre a nivel de las hojas de balance de deudores y acreedores, la recuperación de la actividad económica comenzó a acelerarse a partir de 2003. En ese contexto, la intermediación financiera colombiana comenzó a evidenciar síntomas de recuperación. El proceso de remonetización se inició tímidamente en 2004 y se consolidó en los años subsiguientes. Entre el IV trimestre de 2004 y el IV de 2007, el ratio M3 privado/PIB se incrementó 5,3 puntos del producto, acumulando un incremento de 8,1 puntos al IV trimestre de 2009. La caída del crédito al sector privado fue más prolongada que el proceso de desmonetización tras la crisis de 1999, extendiéndose hasta el tercer trimestre de 2005. A partir de ese momento, el crédito se recuperaría en términos del producto unos 8,7 puntos hasta el primer trimestre de 2009, período en que se comenzaría a manifestar el impacto de la crisis financiera global (Ver gráficos II.3)

Gráfico II.3 Indicadores de intermediación financiera

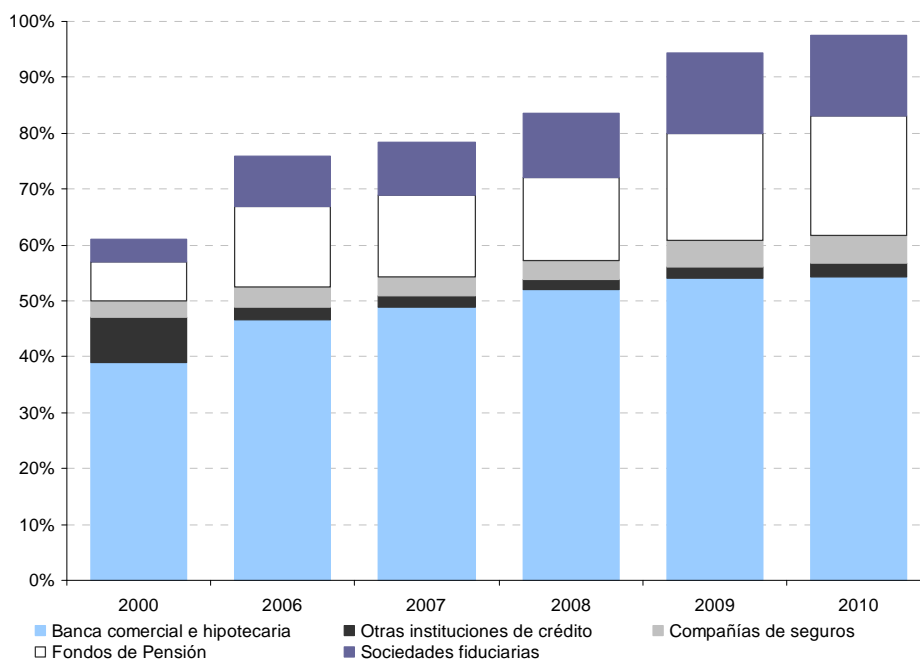


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de la República.

En términos más generales, desde el año 2000 los activos totales de los principales intermediarios que componen el sistema financiero colombiano se incrementaron en casi 37% del PIB, alcanzando en 2010 un stock cercano al 98% del producto (ver gráfico II.4). Un elemento que ha caracterizado el incremento en la intermediación financiera del país con posterioridad a la crisis de 1999 ha sido la disminución en la participación (en términos de los activos totales) de las entidades bancarias, pasando del 64% del total de activos en el año 2000 al 55% en el 2010. Por su parte, se observa un marcado incremento en la participación de los fondos de pensión y las sociedades fiduciarias, que en conjunto representaban un 11% de los activos totales en el año 2000, alcanzando el 36% en el 2010.

Gráfico II.4

Composición de los activos totales del sistema financiero por tipo de intermediario (% de los activos totales)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Superintendencia Financiera de Colombia.

A pesar del cambio en las participaciones relativas, las entidades bancarias continúan siendo los principales vehículos financieros para el sector privado.

A partir del significativo incremento de la participación de los fondos de pensión en la intermediación financiera colombiana, a través de la ley 1328 de 2009 se determinó la creación de un sistema de *multifondos*, que consiste en establecer para los fondos de pensión esquemas de ahorro administrado de acuerdo con la edad de los aportantes. De esta manera, los ahorristas jóvenes podrían destinar una mayor proporción de sus fondos hacia activos de mayor rentabilidad. Por su parte, los aportantes de edad media (entre 40 y 45 años) equilibrarían la distribución de sus activos, con la posibilidad de asignar hasta un 60% de su portafolio en títulos de renta variable. Finalmente, aquellos aportantes cercanos a la edad de pensión asignarían la mayor parte de sus recursos en activos de bajo riesgo. De esta manera, además de resultar una medida que promueve el desarrollo de los mercados financieros del país, el establecimiento de un esquema de *multifondos* podría convertirse en una fuente de financiamiento para la inversión en infraestructura, al canalizar el ahorro de aportantes jóvenes y de edad media hacia estas actividades, cuya madurez calza adecuadamente con las necesidades de los fondos de pensión.

III. La evolución del régimen monetario-cambiarío en Colombia

Tras la liberalización de los flujos de capitales a comienzos de los años noventa, las autoridades colombianas emprendieron un conjunto de medidas buscando, por un lado,

desarrollar herramientas para lidiar con las mayores presiones sobre el mercado de cambios, y por el otro, disponer de un mayor número de instrumentos de política monetaria.

En el frente cambiario, durante los primeros años de la década se abandonó gradualmente el régimen de *crawling peg* para adoptar un régimen de bandas cambiarias deslizantes, que eran fijadas periódicamente teniendo en cuenta la inflación doméstica y externa, con el objeto de evitar la revaluación real del peso. Se intentaba que el tipo de cambio nominal oscilara en niveles que evitaran una inflación excesiva (en el caso del límite superior de la banda) o que pusiera en riesgo la sostenibilidad del balance de pagos (límite inferior).

Con respecto al desarrollo de instrumentos de política monetaria, a partir de 1995 se adoptaron medidas tendientes a reducir la variabilidad de las tasas de interés mediante la puesta en marcha de ventanillas lombardas (*standing facilities* que no se fijan en función de las necesidades de liquidez de cada día) de acceso ilimitado y a tasas fijas. En noviembre de 1996 la Junta Directiva del Banco de la República optó por un esquema de meta intermedia de base monetaria y en mayo de 1998 se construyó un corredor de tasas “centrales” con repos de expansión y contracción. Se trata de subastas de cupos prefijados de acuerdo a la situación de liquidez. El impacto de estas tasas centrales viene dado por la posición neta que adopte el banco central.

La reversión súbita de los flujos de capitales que tuvo lugar en 1998 impactó severamente sobre el mercado de cambios. A partir de abril de 1999, se observaron fuertes presiones sobre el peso, y hacia el 26 de junio se había alcanzado nuevamente el techo de la banda cambiaria. En un nuevo esfuerzo por estabilizar el mercado cambiario, el 27 de junio se anunció el nuevo programa monetario 1999-2000, el cual contemplaba una mayor flexibilidad de la tasa nominal, ensanchando la banda cambiaria. Finalmente, el 25 de septiembre la Junta Directiva del Banco de la República, luego de haber logrado un principio de acuerdo con el FMI, abandonó la defensa de la banda cambiaria dejando flotar al peso.

El abandono del régimen de bandas cambiarias implicó la desarticulación de los mecanismos indexatorios que la economía había desarrollado a lo largo de las últimas tres décadas previas a la crisis de 1999, caracterizadas por una inflación relativamente¹⁰ alta, pero estable. Como puede observarse en el gráfico III.1, tras evidenciar durante los años noventa una inflación promedio anual del 17%, entre 2000 y 2009 este valor fue en promedio del 3,1%.

Gráfico III.1

Evolución de la inflación minorista (Var. %. acumulada 12 meses)

¹⁰ Entre los años 1973-1998 la inflación promedio anual fue del 23,3 %.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI.

Tras el abandono del régimen de bandas cambiarias deslizantes, en octubre de 2000 se adoptó un régimen de metas de inflación, bajo el cual se anuncian metas plurianuales, con un objetivo de inflación de largo plazo. Bajo el nuevo régimen se comenzó a utilizar el mecanismo de señales sobre la postura de la política monetaria a través del nivel y la estructura de las tasas de interés de referencia. El banco central utiliza como su principal instrumento las tasas de repos de expansión (contracción)¹¹ a través de las cuales suministra (contrae) liquidez al mercado a partir de la compra (venta) de títulos de deuda del Gobierno. Complementando las tasas de repos, la autoridad monetaria utiliza las tasas lombardas¹² para suministrar (recibir) los faltantes (excesos) de liquidez de las entidades financieras después de las subastas (ver Huertas et al., 2005).

Una característica relevante del manejo monetario en Colombia, es que el banco central no fija una tasa de referencia, sino un rango de tasas. Por lo tanto, hay dos tasas centrales (de repos expansivos y contractivos) y las dos tasas lombardas (en el límite exterior). El sistema funciona del siguiente modo: Si el cupo subastado mediante operaciones de mercado abierto (OMAs) es suficiente para atender el exceso de demanda por recursos existentes en el

¹¹ Son tasas determinadas por el banco central a través de las cuales aumenta (o contrae) liquidez del mercado mediante subastas en las que se ha fijado previamente el monto.

¹² Tasa lombardas de expansión (contracción): Es la máxima (mínima) tasa a la cual el banco central expande (contrae) la liquidez del sistema financiero a través de ventanillas en las que se retiran (depositan) montos ilimitados.

mercado interbancario, la tasa mínima de subasta de expansión pone un techo a la tasa interbancaria. Si no es suficiente, la tasa de corte de la subasta será superior a la tasa mínima de expansión, pero todavía inferior a la lombarda de expansión.

La adopción de un régimen de flotación en el marco de un régimen de inflation targeting demandó la creación de nuevos instrumentos de intervención en el mercado de cambios con el objeto de hacer consistente la evolución del peso con los objetivos de política monetaria. En noviembre de 1999, el banco de la república estableció un régimen de subastas de opciones mediante el cual puede intervenir a través de subastas de opciones americanas *put*¹³ y *call*¹⁴. El objetivo del sistema de subastas es acumular o desacumular (ocasionalmente) reservas internacionales y controlar la volatilidad del tipo de cambio nominal.

Con el objeto de acumular o desacumular reservas internacionales, el banco puede realizar mensualmente subastas de opciones *put/call*. La condición de ejercicio de estas opciones se habilita cuando la tasa de cambio representativa de mercado (TRM) es inferior/superior al promedio móvil de los últimos veinte días hábiles.

Respecto al control de la volatilidad de la tasa de cambio, la convocatoria a las subastas requiere que la TRM se encuentre 5% o más por debajo (venta de opciones *put*) o por encima (venta de opciones *call*) de su promedio móvil de los últimos veinte días hábiles.

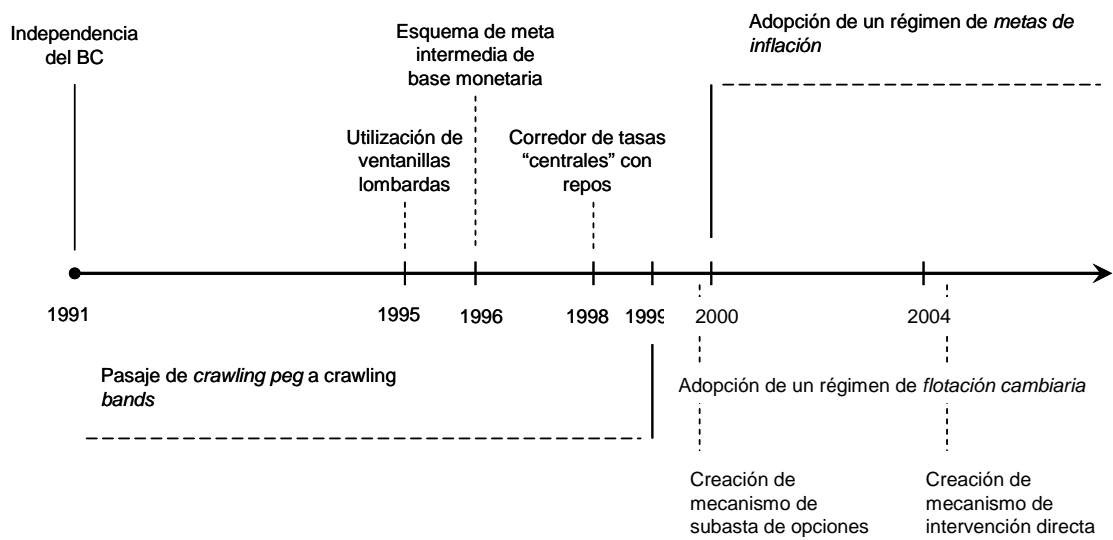
Posteriormente, en septiembre de 2004, durante una nueva fase de ingresos de capitales, fue aprobado un mecanismo de intervención directa a través del cual la entidad podría intervenir en el mercado de cambios a discreción de la Junta Directiva. La intervención directa ha sido el mecanismo más utilizado desde 2004 en adelante.

Esquema III.1

Evolución del régimen monetario-cambiario colombiano

¹³ Confieren al tenedor el derecho de vender dólares al Banco de la República.

¹⁴ Confieren al Banco de la República el derecho a comprar dólares.



Fuente: Elaboración propia.

IV. Evolución de las cuentas públicas colombianas. Un condicionante estructural

A partir de la reforma constitucional de 1991, comenzó en Colombia un proceso de transformación del sector público caracterizado por su descentralización y la expansión de las transferencias de recursos para salud y educación desde el gobierno nacional hacia las entidades territoriales. Paralelamente, se buscó reducir la participación de los tributos que gravaban el comercio exterior, e incrementar la participación del IVA, en consistencia con un programa de desarrollo económico orientado a la apertura económica. La ley de reforma tributaria (ley 49 de 1990) redujo los impuestos al comercio exterior y elevó la alícuota del IVA en dos puntos (del 10% al 12%), además de eliminar exenciones y ampliar la base imponible. Por otra parte, la ley de endeudamiento (Ley 51 de 1990) amplió los cupos de endeudamiento interno y creó los Títulos de Tesorería (TES).

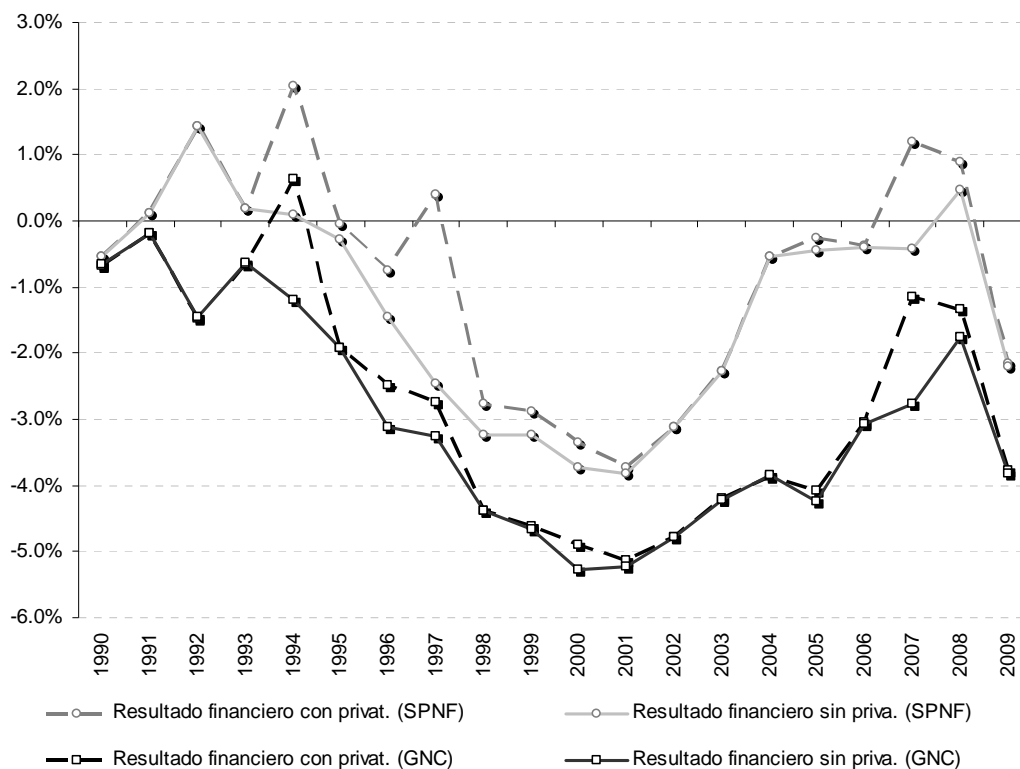
En línea con este proceso de descentralización, el gasto público consolidado se incrementó de 20,6% del producto en 1990 a 23,6% en 1993, mientras que el gasto del gobierno nacional central pasó de representar un 9,4% del PIB en 1990 a un 12% en 1993. A medida que fue creciendo el gasto, y que la recaudación por comercio exterior disminuía, el gobierno se vio obligado a solicitar al congreso nuevos incrementos en el IVA, cuya alícuota se elevó desde el 12% dispuesto por la Ley 49 de 1990 al 14% en 1992, a la vez que continuó expandiéndose su base imponible.

En el año 1993 se llevaron a cabo dos medidas que resultaron fuertes condicionantes para la evolución de las cuentas públicas. La ley 60 de 1993 reglamentó el incremento en las transferencias para salud y educación previsto en la constitución de 1991. Mediante esta ley

se fijaron montos crecientes de transferencias de ingresos corrientes desde el gobierno nacional hacia los gobiernos regionales para financiar estas erogaciones. Por otra parte, con respecto al régimen de pensiones, la ley 100 de 1993 permitió a los trabajadores escoger entre dos sistemas alternativos de retiro, el de seguro social manejado por el estado y el de capitalización ofrecido por los nuevos fondos privados. La ley previó también un aumento significativo en las contribuciones que pasaron del 8% al 13,5% de los salarios. La reforma muy pronto puso en evidencia el hueco fiscal de la seguridad social, ya que los aportes al sistema oficial dejaron de ser suficientes para atender los pagos de jubilaciones en un sistema con bajas reservas.

A pesar que entre los años 1990 y 1992 las autoridades se propusieron generar recursos adicionales para compensar por un lado la caída de la recaudación aduanera resultante de la baja de aranceles, y por el otro el incremento en los gastos corrientes, estos esfuerzos no fueron suficientes, y durante el año 1994 el sector público nacional evidenció un resultado superavitario sólo como resultado de los ingresos extraordinarios recibidos en concepto de privatizaciones. Como puede observarse en el gráfico IV.1, durante aquel año el resultado del gobierno nacional central sin contabilizar los ingresos por privatizaciones fue deficitario en 1,19% del PIB, mientras que al contabilizar los ingresos en tales conceptos el superávit alcanzó el 0,63% del producto. A lo largo de la segunda mitad de la década del noventa la situación de las finanzas públicas colombianas continuó experimentando un deterioro sostenido, que llevaría a las autoridades a presentar un proyecto de reforma tributaria dirigido a racionalizar el sistema tributario y a conseguir recursos adicionales. La ley de racionamiento tributario (ley 223 de 1995), entre otras medidas, estableció una presunción mínima a la renta con base en el patrimonio y reformó los tributos a los combustibles, estableciendo un gravamen único en sustitución de los cuatro vigentes. La ley tuvo un efecto positivo sobre la recaudación. Sin embargo, a pesar de la reforma de 1995, durante 1996 el déficit del sector público continuó profundizándose. Hacia 1997, con la economía creciendo a una tasa anual del 3,4%, el país acumulaba crecientes vulnerabilidades. Al déficit del sector público nacional del 3,3% del PIB, se sumaba la fragilidad del sistema financiero (tal como fuera analizado en las secciones II y III), y una sostenida apreciación real que entre diciembre de 1990 y junio de 1997 acumuló un 40%. Como consecuencia del exceso de gasto, la economía colombiana finalizó ese mismo año con un déficit de cuenta corriente de 4,8% del PIB.

Gráfico IV.1
Evolución de las cuentas públicas colombianas
(% del PIB)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Banco de la República y CEPAL.

Luego de un fallido intento por declarar la emergencia económica¹⁵, a mediados de 1997 se aprobó una nueva reforma tributaria cuya principal medida fue incrementar los ingresos por timbres. Sin embargo, la evolución de las cuentas públicas continuó empeorando. Finalmente, a medida que las vulnerabilidades del sistema financiero comenzaron a manifestarse, en 1998 se declaró la emergencia económica, bajo la imperiosa necesidad de detener el deterioro de las hojas de balance de las entidades financieras y de evitar un daño mayor en los patrimonios financieros de los agentes privados, en especial de los deudores hipotecarios. Bajo este contexto, se proveyó al Fondo de Garantías de las Instituciones Financieras (FOGAFIN) de recursos para la capitalización de los bancos en situación problemática. Para contrarrestar la caída en los recursos fiscales resultante de la crisis, se estableció un impuesto de carácter transitorio a las transacciones financieras. Sin embargo, las finanzas públicas acusaron el impacto de la crisis financiera de 1999. Hacia el año 2000, el déficit del gobierno nacional central había alcanzado los cinco puntos del producto (ver gráfico IV.1).

¹⁵ Fue rechazada por la Corte Suprema bajo el argumento que el déficit fiscal colombiano era estructural, y no podía ser tomado como un argumento para su declaración.

Durante los años 2000 y 2001, las autoridades llevaron a cabo un conjunto de medidas que mejoraría parcialmente la evolución de las cuentas públicas, hecho que comenzó a manifestarse hacia el año 2002. En primer lugar, la ley 617 de 2000 estableció una mayor disciplina en el gasto de los gobiernos territoriales. Por otra parte, la ley 715 de 2001 y el acto legislativo 01 de 2001¹⁶ modificaron el régimen de transferencias territoriales. Además de reunirlos en un solo concepto denominado Sistema Nacional de Participaciones, se establecía que durante los años comprendidos entre 2002 y 2008, el monto de las transferencias crecería en un porcentaje igual a la inflación, más el siguiente esquema escalonado: 2,0% para el período 2002-2005 y 2,5% para el período 2006-2008. A partir del año 2009, las transferencias territoriales volvieron a ser, como mínimo, el porcentaje que constitucionalmente se transfirió en el año 2001, es decir, 43,5% del ingreso corriente de la Nación (ICN), y se incrementarían anualmente en un porcentaje equivalente al promedio de la tasa de crecimiento de los ICN observado durante los cuatro años inmediatamente anteriores. Esta medida implicó un alivio temporal de las transferencias hasta el año 2009.

Hacia finales de la administración Pastrana (1998-2002), el déficit del gobierno nacional central totalizó 4,8% del PIB¹⁷. A pesar de las sucesivas reformas tributarias de carácter parcial, el déficit del sector público se profundizó sostenidamente durante la década, lo que derivó en un significativo aumento del stock de su deuda, que pasó de un nivel equivalente al 13% del PIB en 1990 al 44% en 2002.

Durante la primera administración Uribe (2002-2006), se llevaron a cabo medidas fiscales adicionales –ninguna de carácter estructural- que, (junto a los efectos de una evolución macroeconómica más favorable) mejorarían significativamente el desempeño de las cuentas públicas. Por medio de la ley 788 de 2002 se amplió la base del IVA y se redujeron las exenciones a la renta de las sociedades. Adicionalmente, se aprobó la ley de reforma pensional (ley 797 de 2002) y la ley de responsabilidad fiscal (ley 819 de 2003). En diciembre de 2003 el poder legislativo aprobó medidas tendientes a incrementar la recaudación (ley 863 de 2003) mediante impuestos sub-óptimos y distorsivos, tales como la elevación del impuesto a las transacciones financieras.

Como resultado de los esfuerzos fiscales realizados durante el primer quinquenio de la última década, el resultado financiero del sector público consolidado se redujo en más de tres puntos del producto, totalizando 0.54% del PIB en 2004.

Si bien la situación de las cuentas públicas mejoró durante su primera administración, al momento de la reelección del presidente Uribe en mayo de 2006 existían cuatro reformas institucionales pendientes, relevantes desde una perspectiva macroeconómica¹⁸:

¹⁶ Al derogar la ley 60 de 1993.

¹⁷ En el caso del sector público consolidado fue del 3,12%.

¹⁸ Para una descripción detallada de las mismas ver Fedesarrollo (2006a).

- *Estructura del sistema tributario*: Las recurrentes reformas tributarias en Colombia (en su mayoría, de carácter *ad hoc*) resultaron en una estructura tributaria compleja, de bases tributarias reducidas, tarifas excesivamente altas para los estándares internacionales y múltiples exenciones y beneficios.
- *Inflexibilidad del gasto público presupuestado*: Más del 94% del gasto presupuestado es inflexible. Los únicos rubros en los que existe algún grado de flexibilidad es inversión (excluyendo la inversión social) y los gastos generales. Muchos factores que subyacen tras estas inflexibilidades se remontan a disposiciones contenidas en la Constitución de 1991, como por ejemplo la amplitud y laxitud de la noción de gasto público social¹⁹ y el uso de *vigencias futuras*, que consisten en mecanismos para comprometer gastos futuros con el objeto de desarrollar proyectos de inversión con un horizonte mayor a un año. El otorgamiento de estas vigencias le corresponde al poder ejecutivo, específicamente al Consejo Superior de Política Fiscal (CONFIS).
- *Régimen de transferencias territoriales*: Como ha sido mencionado previamente, la constitución de 1991 reglamentó un importante aumento en las transferencias (artículos 356 y 357), atándolas a los ingresos corrientes de la Nación. La reglamentación precisa de las competencias, junto con el nivel específico de los recursos transferidos, se establecieron dos años más tarde con la ley 60 de 1993. Este régimen fue el principal factor tras el continuo deterioro de las cuentas públicas observado durante la década.
- *Bajo nivel de inversión pública*: La inversión pública en infraestructura disminuyó sostenidamente entre 1997 y 2004. Las razones tras la caída observada durante aquel período fueron básicamente dos. En primer lugar, la Constitución de 1991 le dio prioridad al gasto social por sobre cualquier otro tipo de gasto (artículo 350), lo que ha llevado a un desplazamiento del gasto en infraestructura en el total presupuestado. Adicionalmente, mientras que el gasto social se encuentra protegido por disposiciones legales, los recursos de infraestructura de transporte son flexibles y están sujetos al ciclo económico y a los debates presupuestales. Por otra parte, los conflictos armados también han repercutido negativamente en la evolución de la inversión pública.

Las medidas fiscales llevadas a cabo durante la segunda administración del presidente Uribe, se centraron principalmente sobre el primer y el cuarto punto anteriormente mencionados. Con respecto al sistema tributario, el carácter de las medidas emprendidas fue similar al de las observadas durante los años que siguieron a la reforma constitucional de 1991. Es decir, reformas tributarias marginales, que tenían como objetivo sostener los recursos tributarios para compensar una estructura de gastos marcadamente inelástica. En

¹⁹ Consignada en el Estatuto Orgánico de Presupuesto (Decreto 11 de 1996).

esta línea, y a modo de ejemplo, durante el año 2006 (Ley 1111 de 2006) el gobierno estableció un impuesto temporal al patrimonio con una alícuota de 1,2%, que estaría en vigencia hasta el año 2011. Posteriormente, en 2009, extendió la vigencia del impuesto hasta el 2014, aunque reduciendo la tarifa al 0,6%.

Con respecto al bajo nivel de inversión pública, la solución parcial que adoptó el gobierno fue la creación de fondos especiales conformados por rentas de destino específico²⁰. Adicionalmente, en el año 2006 el gobierno colombiano llevó a cabo una decisión estratégica que, además de implicar resultados auspiciosos futuros para el comercio exterior, también conlleva (como veremos más adelante) importantes beneficios potenciales desde una perspectiva fiscal. Esta decisión fue la capitalización del 20% de ECOPETROL²¹, dejando en manos del Estado una participación mayoritaria del 80%. Dada la incapacidad del sector público colombiano de generar los recursos corrientes necesarios, la capitalización le permitirá a la empresa emprender un ambicioso programa de inversiones, que entre otros beneficios aumenta la probabilidad de que el país pueda autoabastecer su consumo de petróleo a futuro.

Entre los años 2004 y 2008, los términos de intercambio de Colombia experimentaron en promedio un incremento del 24,4%. Sin embargo, el resultado financiero del sector público no financiero del país mejoró sólo un 1,0% del PIB, pasando de un déficit de 0.54% a un superávit de 0.46% en 2008 (ver gráfico IV.1). Esta evidencia sugiere que Colombia no ha logrado realizar un uso eficiente del favorable contexto de los precios internacionales de sus principales productos de exportación, como sí lo ha hecho por ejemplo Chile, mediante la implementación de un fondo anticíclico. Teniendo en cuenta estos antecedentes, y con vistas en los potenciales incrementos en los recursos fiscales que resulten de una realización favorable de las inversiones emprendidas tras la capitalización de ECOPETROL, la administración Santos ha decidido avanzar en la implementación de una regla de resultado fiscal estructural²² que se sumará a las reglas fiscales ya existentes. En la siguiente sección se analizarán las principales características del proyecto presentado al congreso por el Ministerio de Hacienda y se revisarán las reglas fiscales operativas en Colombia.

Las reglas fiscales en Colombia

A lo largo de los últimos años, las autoridades colombianas han desarrollado pautas de manejo fiscal y reglas cuantitativas y cualitativas que atañen tanto al gobierno nacional central (GNC) como a las entidades territoriales (ET). Algunas de estas pautas fueron

²⁰ Como por ejemplo el Fondo Nacional de Regalías.

²¹ Sociedad pública por acciones, vinculada al Ministerio de Minas y Energía y regida por sus estatutos protocolizados en la Escritura Pública N° 4832 del 31 de octubre de 2005.

²² La propuesta de una regla fiscal sobre el resultado estructural del sector público había sido motorizado anteriormente durante el gobierno de Uribe.

establecidas directamente en la constitución de 1991, mientras que otras se incorporaron posteriormente mediante la aprobación de leyes y decretos específicos.

Las reglas fiscales establecidas en el marco de la constitución hacen referencia al Presupuesto General de la Nación (PGN), el Sistema General de Participaciones (SGP) y a la relación entre el poder ejecutivo y el banco central, a través de la prohibición sobre este último a otorgar financiamiento al sector público a través de señoreaje, con la excepción que se logre un acuerdo unánime por parte de la junta directiva del Banco de la República.

Las normas referentes al presupuesto constituyen principios generales establecidos en el Estatuto Orgánico del Presupuesto, mientras que las referentes al SGP se han venido ajustando a lo largo de los últimos años, en un intento por alcanzar la sostenibilidad de las prestaciones de salud, educación y saneamiento a nivel regional.

Por otro lado, dentro del conjunto de reglas fiscales incorporadas en los últimos quince años se destacan las leyes 358 de 1997, 617 de 2000 y 819 de 2003²³.

En el caso de la ley 358 de 1997²⁴ se buscó establecer límites cuantitativos al endeudamiento de las entidades territoriales mediante la utilización de indicadores de liquidez y de solvencia. Con respecto a la liquidez de las ET, se estableció que el cociente entre el pago de intereses y el ahorro operacional no podría exceder el 40%. En términos de solvencia, la restricción establecida fue que el cociente entre el stock de deuda y los ingresos corrientes debía ser inferior al 80%. Bajo estas condiciones, las entidades territoriales vieron restringido su acceso al financiamiento en tanto no cumplieran con los valores establecidos sobre estos indicadores, quedando la contratación de nuevos créditos sujeta a la autorización del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Por su parte, la ley 617 de 2000²⁵ impuso límites al crecimiento del gasto corriente de las entidades territoriales, tomando como referencia la meta de inflación anual establecida por el banco de la república. Específicamente, esta regla indicaba que, durante el período 2000-2005, el incremento en los gastos generales entre un año y el siguiente debía ser inferior al 50% de la meta de inflación y los gastos de personal al 90%. A partir de 2006 estos gastos no podrían crecer en términos reales. Adicionalmente, la ley estableció límites cuantitativos al gasto corriente de las entidades territoriales, de acuerdo con la evolución de sus ingresos. Con el fin de evitar un ajuste traumático en el corto plazo, la ley concedió a las entidades territoriales una transición de cuatro años, durante la cual deberían alcanzar las proporciones exigidas entre ingresos y gastos. El objetivo general de la ley era sanear los fiscos territoriales, que habían evidenciado un sustancial deterioro como consecuencia del incremento en el gasto, hacia fines de la década del noventa.

²³ En el trabajo Una Regla Fiscal para Colombia (Comité Técnico Interinstitucional (2007)) se presenta un análisis detallado de cada una de estas normas.

²⁴ Denominada ley de semáforos.

²⁵ Ley de responsabilidad fiscal territorial

Por último, la ley 819 de 2003²⁶ buscó desarrollar prácticas de transparencia y responsabilidad fiscal, forzando al gobierno a presentar todos los años frente al congreso el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP). Entre los elementos básicos que debe contener se encuentra un plan financiero, el programa macroeconómico plurianual, la meta de superávit primario para el SPNF, un análisis de las principales actividades cuasifiscales, un cálculo del costo fiscal de las exenciones tributarias, como así también de la evolución de los pasivos contingentes que pudieran afectar la situación financiera de la Nación. En términos generales, la norma buscó dotar al gobierno nacional y a las entidades territoriales de una visión de mediano plazo sobre el manejo fiscal.

La ley de responsabilidad fiscal y sus normas reglamentarias constituyeron un avance importante para la gestión de las finanzas públicas consolidadas. Actualmente, el MFMP es el principal marco en el que la política fiscal es llevada a cabo.

Sin embargo, además de los condicionantes estructurales de las cuentas públicas colombianas descritos en la sección anterior, el marco institucional presenta características que también actúan como limitantes en el desempeño fiscal. Por un lado, de acuerdo con su diseño, las autoridades disponen de plena discrecionalidad para establecer año tras año la meta para el resultado primario del sector público no financiero, cuyo incumplimiento no acarrea ningún tipo de corrección hacia futuro. De hecho, las metas se ajustan recurrentemente, inclusive dentro de un mismo año fiscal.

Por otro lado, si bien el MFMP establece un sendero indicativo para el resultado del sector público consolidado, no lo hace para el gobierno nacional central, en donde se registra el mayor desequilibrio de las finanzas públicas (ver gráfico IV.1). Adicionalmente, la ley de responsabilidad fiscal tampoco incluye aspectos relacionados con la rendición de cuentas para los casos de incumplimiento de las metas, y en consecuencia, no especifica cláusulas de escape para situaciones excepcionales.

En resumen, si bien durante la última década Colombia ha logrado mejoras sustanciales en la evolución de sus cuentas públicas consolidadas, el resultado del gobierno nacional central presenta condicionantes estructurales no resueltos. La laxitud de las instituciones relevantes para el manejo fiscal coadyuva en el mismo sentido. De esta manera, si bien la capacidad de respuesta de la política fiscal se ha visto incrementada durante los últimos años, continúa siendo limitada. Como será analizado en la sección VI, la crisis subprime fue una clara evidencia al respecto.

Con vistas en estos condicionantes, y continuando la propuesta desarrollado durante la administración Uribe, recientemente el Ministerio de Hacienda presentó al Congreso un proyecto de ley para el establecimiento de una regla fiscal. De acuerdo con la propuesta, el *resultado financiero estructural* (resultado financiero ajustado por el ciclo económico y el

²⁶ Ley de responsabilidad fiscal.

ciclo minero-energético) del Gobierno Nacional Central no podrá alcanzar un resultado deficitario mayor a 1,5% del PIB. Por su parte, el gasto contra-cíclico discrecional se activará sólo en el caso en que en un determinado año la brecha del producto sea negativa en por lo menos dos puntos del producto. Este gasto discrecional no podrá superar el 25% de la brecha estimada, y deberá desaparecer dentro de los dos primeros años. En caso de ser aprobada, comenzará a operar de forma gradual a partir de 2012, hasta alcanzar la meta cuantitativa a partir de 2014.

V. Evolución de las cuentas externas

Un resultado interesante del comportamiento cíclico de las economías sujetas a entradas pro-cíclicas de financiamiento externo es que el “déficit gemelo” de las variaciones en la cuenta corriente es el balance del sector privado, no el del sector público (Ocampo, 2007). En el caso de Colombia, la crisis de 1999 significó un ajuste en el resultado financiero del sector privado²⁷ de cinco puntos del PIB. En consecuencia, el saldo de cuenta corriente del país evolucionó desde un déficit del 4% en 1998 a un superávit cercano a 1% del PIB en 1999, mientras que el déficit del sector público se mantuvo prácticamente inalterado, en torno del 3,5% del producto (ver gráfico V.1).

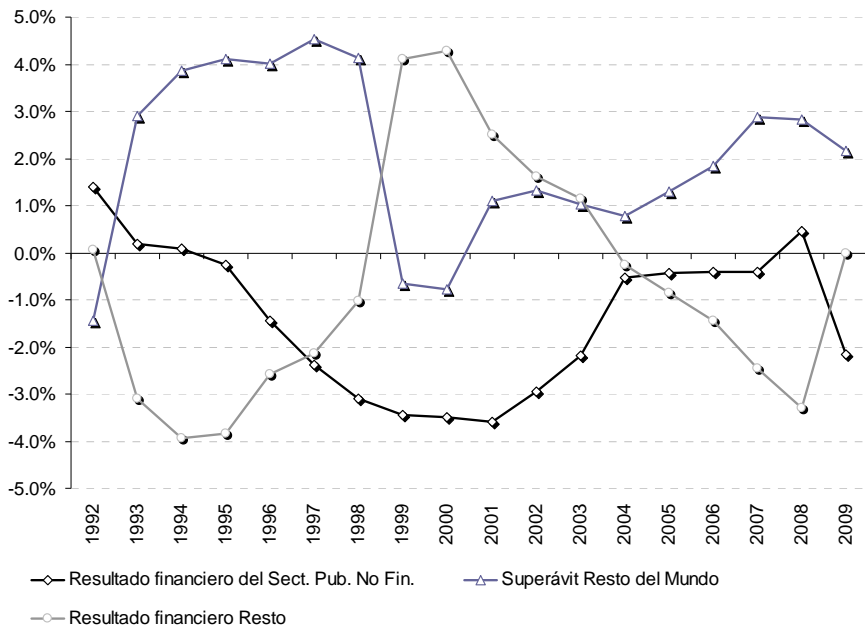
Tras una caída en el nivel de actividad de más de cuatro puntos porcentuales (ver gráfico V.2), la economía comenzó a recuperarse lentamente, con un crecimiento promedio del orden del 2% entre los años 2000 y 2002. El ritmo de expansión se aceleró a partir de 2003, alcanzando el 7,5% en 2007. A lo largo de toda esta etapa de mayor crecimiento, el resultado financiero del sector privado se deterioró a un ritmo sostenido, junto con el saldo de cuenta corriente, replicando el patrón de “déficits gemelos” mencionados anteriormente.

Sin embargo, a diferencia de la fase de ingresos de capitales previa a la crisis de 1999, durante el período 2000-2008 el sostenido deterioro en el resultado financiero del sector privado fue acompañado de una continua mejora en el resultado del sector público, tal como fuera mencionado en la sección previa, amortiguando en consecuencia el impacto del mayor gasto privado sobre el déficit de cuenta corriente.

Gráfico V.1

Evolución de los superávits sectoriales (% del PIB a precios corrientes)

²⁷ El resultado financiero del sector privado (representado como “resto” en el gráfico V.I fue estimado como la diferencia entre el resultado de cuenta corriente del balance de pagos y el resultado financiero del sector público consolidado (gobierno nacional + entidades territoriales).



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL.

Gráfico V.2

Tasa de crecimiento del PIB (var. % anual, a precios constantes)

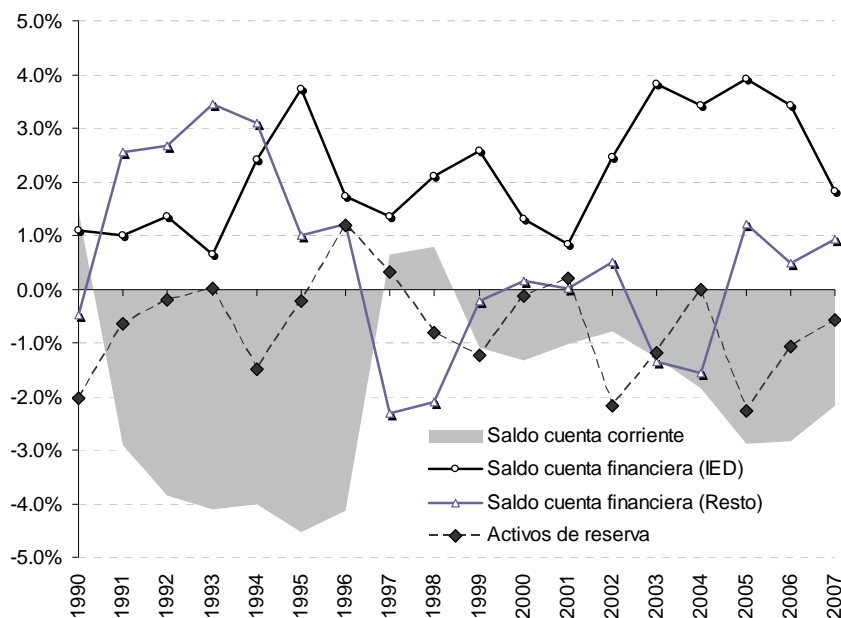


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de la República.

Otro elemento que distingue la fase de ingresos de capitales de los años noventa con la del período 2004-2008 es su composición. Como puede observarse en el gráfico V.3, a diferencia de la primera, en esta segunda fase, los ingresos de capital estuvieron motorizados por la inversión extranjera directa (IED) en el sector minero-energético (ver gráfico V.4), impulsado por el incremento en los precios internacionales. Entre 2004 y 2008, la participación del crudo, sus derivados y del carbón en las exportaciones acumuladas de Colombia fue superior al 40%. Durante esos mismos años, el precio promedio anual de estos productos se incrementó en un 141,5%, 198,7% y 131% respectivamente.

Gráfico V.3

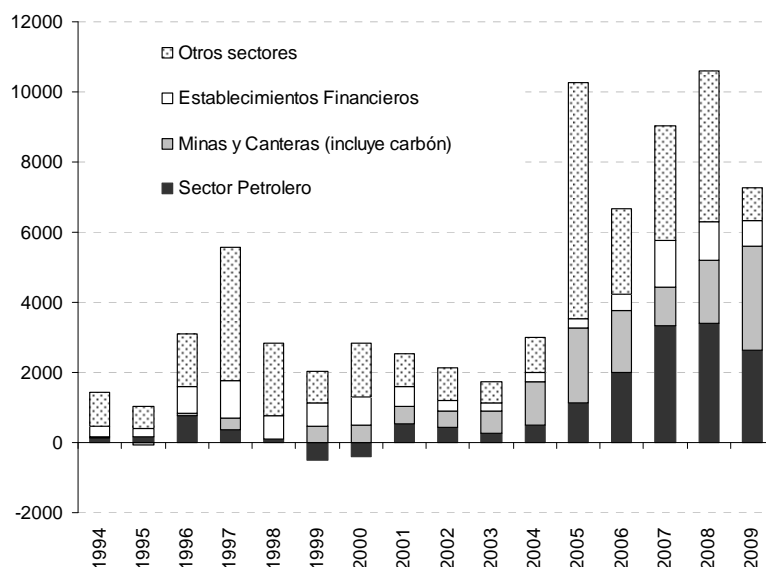
Evolución de componentes seleccionados del balance de pagos
(En % del PIB)



Fuente: CEPAL

Gráfico V.4

Evolución por destino de los flujos de IED (en millones de dólares)



Fuente: Banco de la República de Colombia

VI. Condiciones iniciales y grados de libertad de la política económica

VI.1. Mayor capacidad de respuesta de la política monetaria

A partir del análisis desarrollado en las secciones previas, se desprende que durante la última década la situación macroeconómica colombiana se ha fortalecido. Paralelamente, se han desarrollado nuevos instrumentos de política e instituciones que permitieron hacer frente a la crisis subprime con mayor capacidad de respuesta que durante el episodio de 1999.

Los factores que subyacen tras el mejor desempeño económico responden, en parte a un mejor manejo de política económica, y a condiciones externas más favorables, como el incremento en los precios internacionales de materias primas y la mayor liquidez observada en los mercados financieros internacionales durante la etapa inmediatamente previa al estallido de la crisis, y que parece estar normalizándose, transcurridos ya dos años desde la quiebra de Lehman Brothers. Estos factores favorables no son exclusivos de la economía colombiana, sino comunes a las principales economías de la región. En el gráfico VI.1 se resumen algunas diferencias específicas en las condiciones macroeconómicas de Colombia que surgen de comparar el entorno de la crisis actual respecto al del evento crítico de finales de los años noventa. El objetivo es caracterizar los diferentes grados de libertad de política a disposición de las autoridades en cada uno de los casos.

En primer lugar, como se observa en el gráfico, la respuesta de política fiscal frente a la crisis de 1999 implicó un significativo aumento del endeudamiento público. El ratio deuda/PIB se incrementó 25 puntos entre 1998 y 2003, alcanzando el 43,9% del PIB. Al momento de desencadenarse la crisis subprime, este indicador era de 33,4%, con una dinámica decreciente durante los años inmediatamente anteriores al shock (2004-2007). Este comportamiento respondió en parte a la sostenida reducción del déficit fiscal consolidado a partir de 2001 (analizado anteriormente), como así también a un crecimiento del producto promedio anual del orden del 5,9% entre 2003 y 2007. Adicionalmente, un elemento relevante para comprender la drástica disminución del ratio deuda pública / PIB a partir de 2003 ha sido el proceso de apreciación real del orden del 20% observado durante la fase de auge de los ingresos de capitales del período 2004-2007.

Un segundo elemento que significó una mayor capacidad de maniobra de la política cambiaria ha sido la reducción en el nivel de endeudamiento externo del sector público, resultante no sólo del mejor desempeño de sus cuentas, sino también de la decisión de sesgar el financiamiento hacia los mercados financieros domésticos, a través de pasivos denominados en moneda local. Ambos elementos se traducen en una menor exposición al riesgo cambiario por parte del sector público.

En tercer lugar, como consecuencia de la utilización de las reglas de intervención cambiaria, el stock de reservas internacionales del banco de la república se incrementó en dos puntos del PIB²⁸ entre 1998 y 2008.

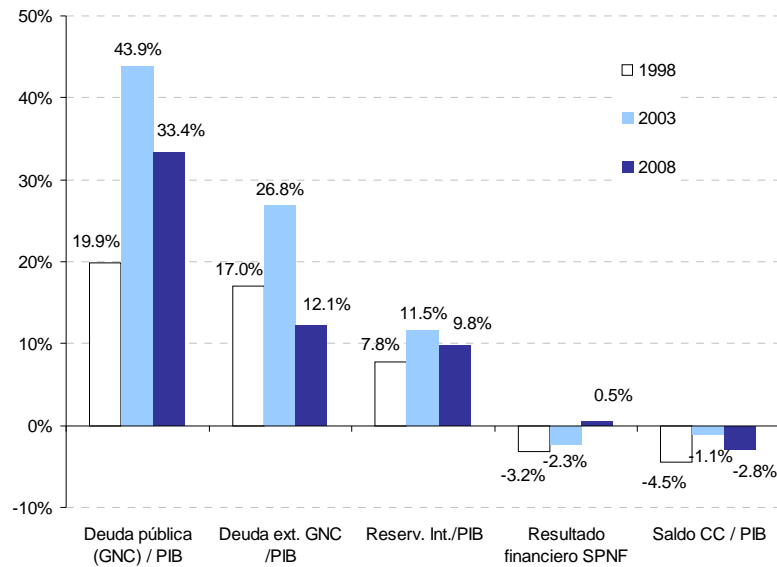
En cuarto lugar, tras el ajuste en los niveles de gasto del sector privado acontecido durante la crisis de 1999, el proceso de recuperación económica fue acompañado de una mejora en el resultado financiero del sector público consolidado, y a partir de 2004, de un sostenido incremento en el precio de los principales productos de exportación. Como consecuencia, la recuperación del gasto privado fue parcialmente compensada por un mayor ahorro público, amortiguando el efecto de la mayor actividad sobre el déficit de cuenta corriente. Como puede observarse en el gráfico, entre 1998 y 2008 el déficit de cuenta corriente se redujo en 1,7 puntos del PIB.

Dos elementos adicionales analizados a lo largo de este trabajo no contemplados en el gráfico VI.1, y que implicaron una fuerte reducción en la vulnerabilidad macroeconómica del país han sido la mayor solidez del sistema financiero y un contexto favorable en términos de flujos de capitales, principalmente la IED, motorizada por los mejores términos de intercambio.

Gráfico VI.1

Algunas diferencias en las condiciones iniciales

²⁸ Sin considerar el FLAR.



Fuente: Elaboración propia

Como resultado de estos cambios en la situación macroeconómica, como así también del desarrollo de nuevos instrumentos de política y de términos de intercambio más favorables, los responsables de la política económica colombiana hicieron frente a la crisis subprime con mayores grados de libertad que con los que contaron durante el episodio de 1999. A continuación se describen las principales características de la respuesta de política monetaria y fiscal en términos de su relación con el ciclo económico.

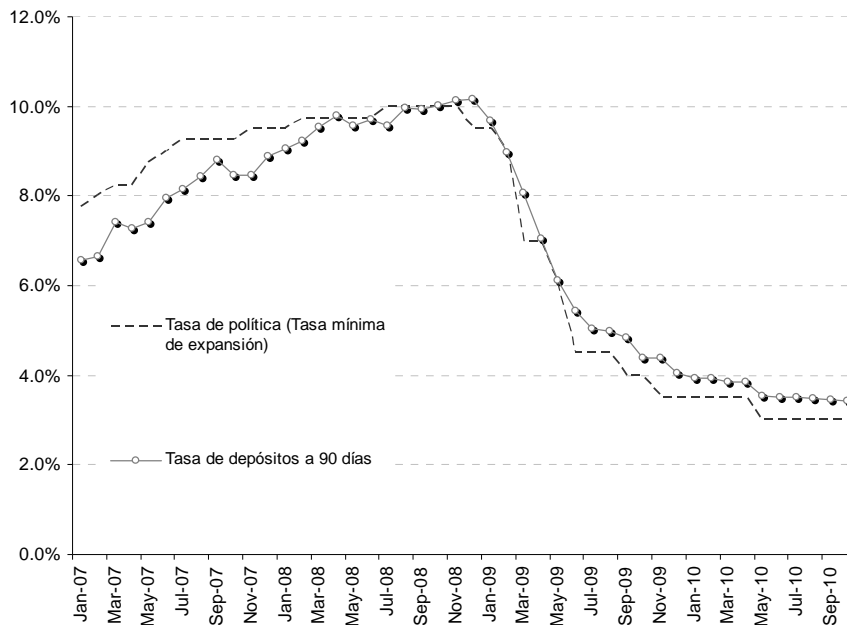
VI. 2 Política monetaria contracíclica

Dos elementos han caracterizado la respuesta de la autoridad monetaria frente al impacto de la crisis global. En primer lugar, la elevada flexibilidad cambiaria, y en segundo lugar un manejo contra-cíclico de la tasa de interés. Entre junio de 2008 y marzo de 2009, el tipo de cambio nominal²⁹ experimentó una depreciación del 42%, para luego –una vez recompuestos los ingresos de capitales–, apreciarse un 27% entre marzo de 2009 y octubre de 2010. La mayor flexibilidad del tipo de cambio nominal posibilitó una respuesta contracíclica del tipo de cambio real. Esta respuesta fue posible gracias a la ausencia de significativos descalces de moneda en las hojas de balance del sector financiero, como así también a expectativas inflacionarias relativamente estables. Con respecto al manejo contra-cíclico de la política monetaria, con el objeto de contrarrestar el impacto sobre la demanda agregada, el Banco de la República comenzó a utilizar activamente sus ventanillas lombardas a partir de

²⁹ Tasa de referencia de mercado (TRM).

octubre de 2008³⁰, reduciendo agresivamente las tasas de interés a lo largo del primer semestre de 2009 (ver gráfico VI.2).

Gráfico VI.2
Evolución de las tasas de interés (TNA)



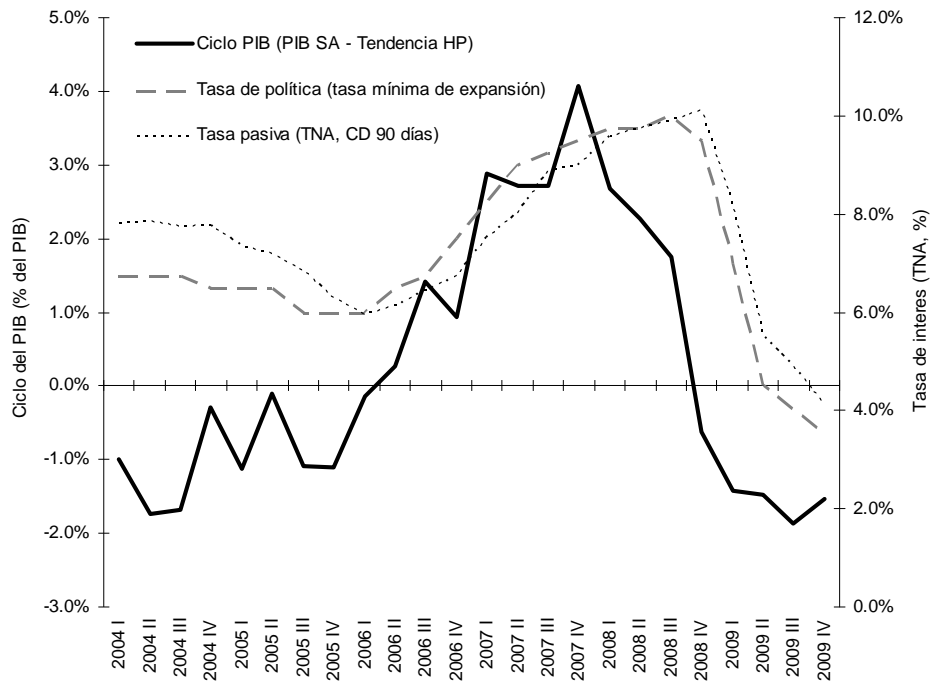
Fuente: Elaboración propia en base a los datos del Banco de la República de Colombia.

Un elemento que diferencia a la política monetaria de Colombia respecto a la experiencia de otras economías de la región durante el período, es que ha sido consistentemente contracíclica también durante el período de auge (Ocampo, 2010). En el gráfico VI.3 se presenta la evolución del componente cíclico e irregular del PIB (eje izquierdo), calculado como la diferencia entre la serie desestacionalizada a precios constantes y su tendencia Hodrick-Prescott (HP), junto con la tasa mínima de expansión establecida por el banco de la república, y una tasa pasiva a tres meses³¹. Como puede observarse, a medida que se acentuó la fase creciente del ciclo a partir del primer semestre de 2006, la autoridad monetaria respondió elevando las tasas de interés (eje derecho del gráfico).

Gráfico VI.3
Tasas de interés y componente cíclico e irregular del PIB

³⁰ El 22 de diciembre de 2008 redujo la tasa mínima de expansión en medio punto ubicándola en un nivel de 9,5%.

³¹ Tasa nominal anual de los certificados de depósitos a noventa días.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de la República de Colombia.

El conjunto de medidas de carácter contra-cíclico llevado a cabo tras el shock global también incluyó la desarticulación en octubre de 2008 del requisito de depósitos³² sobre el endeudamiento externo como respuesta a la momentánea contracción de su oferta. Paralelamente, en octubre de 2008, el banco de la república redujo los encajes bancarios que habían sido incrementados en mayo de 2007, con el objeto de contrarrestar la aceleración del crédito durante el auge de 2004-2007.

VI.3 El carácter de la política fiscal

Si bien la política monetaria de Colombia ha dado muestras durante los últimos años de ser consistentemente contracíclica, en la presente subsección se argumenta que la política fiscal lo ha sido sólo de manera parcial.

Con el objeto de caracterizar la respuesta de política fiscal llevada a cabo por las autoridades colombianas, utilizaremos el criterio propuesto en Ocampo (2010), que en el

³² La medida, implementada en mayo de 2007 con el objeto de mitigar la presión a la apreciación del tipo de cambio resultante del ingreso de capitales de corto plazo, implicaba una inmovilización del 40% de los recursos. Posteriormente, en octubre de 2007 el requisito de inmovilización fue elevado al 50%.

contexto de la reciente crisis global clasifica como contra-cíclicas a las políticas fiscales que cumplan con dos condiciones:

1. Que el gasto primario de 2009 en términos reales haya crecido a una tasa mayor que la observada durante los años de auge (2004-2008).
2. Que la elasticidad del gasto primario respecto al PIB haya sido menor a 1 durante el período de auge previo a la crisis.

En la tabla VI.1 se presentan ambas condiciones para el caso de Colombia. Como puede observarse, la política fiscal cumplió con la primera condición, con una tasa de variación del gasto primario en 2009 superior a la tasa promedio anual del período 2004-2008. Sin embargo, la política fiscal durante el período de auge incumplió con la segunda condición, al evidenciar una elasticidad de 1.61, superior a la referencia de 1 establecida por Ocampo.

Tabla VI.1 Criterio de prociclicidad de la política fiscal

Condición N°1		Condición N°2	
Crecimiento anual promedio del gasto primario		Crecimiento anual promedio del gasto (2004-2008) vs. Crecimiento del PIB de:	
2004-08	2009	2004-2008	1990-2008
8.8%	12.2%	1.61	2.45

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de la República de Colombia y CEPAL.

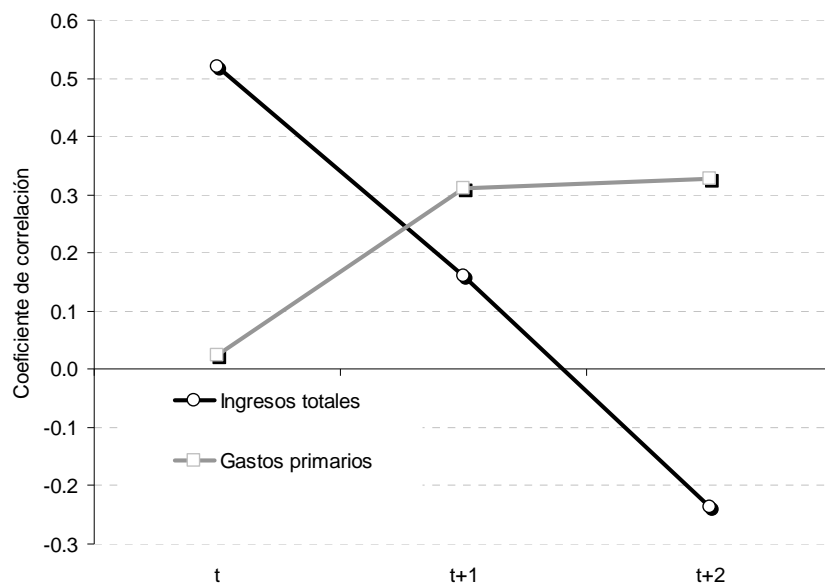
En base a este criterio, la política fiscal colombiana de los últimos años no podría clasificarse como consistentemente contra-cíclica (tasa de crecimiento del gasto primario en 2009 mayor a la promedio del período 2004-2008 y elasticidad del gasto primario mayor a 1 durante el período 2004-2008) ni tampoco como consistentemente procíclica. De esta manera, siguiendo a Ocampo, llamaremos a esta categoría intermedia como de gasto primario persistente. El comportamiento de la política fiscal caracterizado en la tabla VI.1 es el resultado de elevadas e inflexibles tasas de variación del gasto primario, consistentes con los condicionantes estructurales de las cuentas públicas observados a partir de la reforma constitucional de 1991, descritos en la sección IV.

Una forma alternativa de analizar el comportamiento cíclico de la política fiscal es a través de los coeficientes de correlación entre las tasas de crecimiento del PIB a precios constantes y las de los ingresos totales y los gastos primarios del sector público, ambos en términos

reales. En el gráfico VI.5 se presenta el valor de estos coeficientes calculados anualmente para el período 1991-2009. Los valores correspondientes al momento “t” fueron calculados considerando las realizaciones contemporáneas de todas las variables. Por su parte, los valores correspondientes a “t+1” y “t+2” fueron estimados a partir de la tasa de crecimiento del producto en “t”, y la variación de los ingresos totales y los gastos primarios en “t+1” y “t+2”. El gráfico VI.5 muestra los resultados obtenidos.

Si suponemos el caso de un shock negativo sobre el PIB en el momento “t” con una recuperación a lo largo de los períodos “t+1” y “t+2”, el gráfico VI.5 sugiere un efecto contracíclico de la política fiscal en “t”, a través de una caída en los recursos totales (correlación positiva con la variación del producto) y una evolución prácticamente inalterada de las tasas de variación del gasto primario (coeficiente de correlación cercano a cero). Sin embargo, a medida que el producto se recupera en “t+1” y “t+2”, la tasa de variación de los gastos primarios se incrementan, a la vez que el coeficiente de correlación de los recurso públicos con el producto disminuye. En otras palabras, la política fiscal resulta procíclica durante la recuperación.

Gráfico VI.5
 Coeficientes de correlación entre crecimiento del PIB,
 gasto primario e ingresos totales (Gobierno nacional central)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL.

VII Conclusiones

A lo largo de este trabajo se ha buscado caracterizar los cambios más significativos experimentados en Colombia a nivel macroeconómico entre los eventos críticos de 1999 y el desencadenamiento de la crisis *subprime*.

Muchos de los cambios descritos son el resultado de factores exógenos, como términos de intercambio más favorables, o un contexto de mayor liquidez en los mercados internacionales, mientras que otros responden a medidas específicas de política económica, como por ejemplo la reducción del endeudamiento externo del sector público, o el desarrollo de nuevos instrumentos monetarios e instituciones cambiarias y fiscales, que en conjunto han provisto a las autoridades de mayores grados de libertad para hacer frente a la reciente crisis global.

Sin embargo, más allá de estos progresos, la economía colombiana continúa sujeta a un fuerte condicionante estructural, dado por su elevado e inelástico gasto público, heredado de la reforma constitucional de 1991. Este condicionante ha impedido durante el último bienio desplegar una política fiscal que se complementara consistentemente con la política monetaria.

Para lidiar parcialmente con estas limitaciones, durante el año 2010 las autoridades han puesto en marcha una propuesta de regla de superávit fiscal estructural, cuya aplicación será a partir de 2014. Aunque auspicioso, el condicionante fiscal colombiano parece tener raíces mucho más profundas, y su articulación demandará una estrategia de largo plazo que reforme la estructura tributaria del país.

Referencias

- Arango, M. (2006): “Evolución y Crisis del Sistema Financiero Colombiano”. CEPAL. Serie Estudios y Perspectivas, N° 11.
- Badel, A. y Cárdenas, M.: “La Crisis de Financiamiento Hipotecario en Colombia: Causas y Consecuencias”. BID, Proyecto sobre Financiamiento Hipotecario en América Latina.
- Banco de la República, Ministerio de Hacienda y Crédito Público y Departamento Nacional de Planificación (2010): “Regla Fiscal para Colombia”. Comité Técnico Interinstitucional.
- Barón, J.D. y Meisel, A. (2009): “A Historical Analysis of Central Bank Independence in Latin America: The Colombian Experience, 1923-2008. Banco de la República de Colombia. Borradores de Economía, N°. 573.
- Cardenas, Mauricio y Badel, A. (2003): “La crisis de financiamiento hipotecario en Colombia: causas y consecuencias”. Inter-American Development Bank. Documento de trabajo N° 500.
- CEPAL (2009): “La Reacción de los Gobiernos de las Américas Frente a la Crisis Internacional: Una presentación sintética de las medidas de política anunciada hasta el 31 de diciembre de 2009”.
- Clavijo, S. (2000): “Towards multibanking in Colombia: From “patchwork” to financial holdings”, *Asobancaria convention paper*.
- Clavijo, S. (2001): “El Régimen de Flotación Cambiaria en Colombia”. Foro de ANIGF-Fedesarrollo, “El Futuro de la Moneda”, Bogotá-Colombia, Mayo 24, 2001.
- Comité Técnico Interinstitucional (2007): “Regla Fiscal para Colombia”. Bogotá, D.C., 7 de julio de 2007.
- De la Cruz, Javier y Stephanou, C. (2006): “Financial System Structure in Colombia: A Proposal for Reform Agenda”. World Bank Policy Research Working Paper 4006, September 2006.
- Fedesarrollo (2005): “Ahora Sí: La Reforma Tributaria Estructural”. Economía y Política. Análisis de la Coyuntura Legislativa, N° 12, Diciembre 2005.
- Fedesarrollo (2006a): “Agenda de Reformas 2006-2010”. Economía y Política, Análisis de la Coyuntura Legislativa, N° 18, Junio 2006.
- Fedesarrollo (2006b): “La Capitalización de ECOPETROL: Una Decisión Acertada” Economía y Política, Análisis de la Coyuntura Legislativa, N° 24 Diciembre 2006.

- Fedesarrollo (2007): “La Inversión Extranjera Directa Como Impulso al Desarrollo”. Economía y Política, N° 30, Junio 2007.
- Fedesarrollo (2009): “El Nuevo Proyecto Tributario Dos Pasos Adelante, Un Paso Atrás”. Economía y Política, Análisis de la Coyuntura Legislativa, N° 53-54, Julio-Agosto 2009.
- Fedesarrollo (2010): “La regla fiscal: una iniciativa”. Economía y Política, Análisis de la Coyuntura Legislativa, N° 62, Julio 2010.
- Fedesarrollo (2010): Economía y Política, Observatorio Fiscal. Seguimiento Presupuestal. N° 2 Julio-Agosto 2010
- Frenkel R. y Rapetti, M. (2010): “A Concise History of Exchange Rate Regimes in Latin America”. En proceso de publicación.
- Gómez (2006) “La política monetaria en Colombia”, Revista del Banco de la República, num. 940, v. LXXIX; also in Borradores de Economía, num. 394, Banco de la República.
- Gonzalez, A., Hamman, F. y Vargas, H. (2010): “Efectos de la Política Monetaria sobre las tasas de interés de los créditos hipotecarios en Colombia”. Banco de la República de Colombia. Borradores de Economía, N°. 592.
- Huertas, C., M. Jalil, S. Olarte y J. V. Romero (2005), “Algunas Consideraciones sobre el Canal de Crédito y la Transmisión de Tasas de Interés en Colombia”, Borradores de Economía, Banco de la República Colombia, 351.
- Jácome, L. (2008): “Central Bank Involvement in Banking Crisis in Latin America”. International Monetary Fund. IMF Working Paper, WP/08/135.
- Jiménez, J. y Tromben, V. (2006): “Política Fiscal y bonanza: impacto del aumento de los precios de los productos no renovables en América Latina y el Caribe”. CEPAL. Revista de la CEPAL 90, Diciembre 2006.
- Junguito, R and H. Rincón (2004) “La Política Fiscal en el Siglo XX en Colombia.” Borradores de Economía 318, Banco de la República de Colombia.
- Lima, J., Montes, E., Varela, C. y Wiegand, J. (2006): “Sectoral Balance Sheet Mismatches and Macroeconomic Vulnerabilities in Colombia, 1996- 2003. International Monetary Fund. IMF Working Paper, WP/06/5.
- Lozano, I. (2009): “Caracterización de la Política Fiscal en Colombia y Análisis de su Postura Frente a la Crisis Internacional”. Banco de la República de Colombia. Borradores de Economía, N°. 566.

Ocampo, J.A. (2003): “Capital Account and Counter Cyclical Prudential Regulations in Developing Countries”. CEPAL. Serie Informes y Estudios Especiales, N° 6.

Ocampo, J.A. (2007): “La Macroeconomía de la Bonanza Económica Latinoamericana”. Revista de la CEPAL. Diciembre 2007.

Ocampo, J.A. (2010): “How Well Has Latin America Fared During the Global Financial Crisis?” Iniciativa para Transparencia Financiera. N° 56.

Steiner, R. (2009): “La Política Económica contra-cíclica: Posibilidades, Resultados y Recomendaciones”. FEDESARROLLO. Debate de Coyuntura Económica.

Varela, C. y Vargas, H.: “Capital Flows and Financial Assets in Colombia: Recent Behaviour, Consequences and Challenges for the Central Bank” BIS Papers, N° 44.

Vargas, H. (2006): “Public Debt Market Risk: The effects on the Financial System and on Monetary Policy- The Case of Colombia”. BIS Papers, N° 28.