

n° 121 Febrero-Abril 2002

Carta Financiera es una publicación de la Asociación Nacional de Instituciones Financieras - ANIF

Resolución n° 002012 de 1975
Tarifa postal reducida 604 de Adpostal
ISSN n° 0120-343

DIRECTOR
Santiago Montenegro Trujillo

SUBDIRECTOR
José Leibovich Goldenberg

INVESTIGADORES ANIF
Blanca Llorente
Ximena Lombana
Paula García
Rodrigo Moreira
Juan Guillermo Caicedo
Diego Fernando Prada

PRODUCCIÓN ELECTRÓNICA
Luz Stella Sánchez
Sandra Venegas Espinosa

DISEÑO CARÁTULA
Diego Amaral

FOTOGRAFÍA
Claudia Cuello, El Heraldo

IMPRESIÓN
Procesos Gráficos

DIRECTORA DE PUBLICIDAD Y MERCADEO
María Inés Vanegas
Publimarch Ltda Tel. 312 45 03

EJECUTIVA DE CUENTA
Claudia Patricia Sánchez



SUSCRIPCIONES
Adriana Bohórquez Calle 70 A n° 7-86
Tels 543 30 55 / 310 15 00 / 312 44 70
Desde cualquier parte del país sin costo
9800 11 99 07
Fax 235 59 47 / 312 45 50 Bogotá

CORREO ELECTRÓNICO Anif@cable.net.co
INTERNET <http://www.Anif.org>

Se prohíbe la publicación parcial o total de los artículos de Carta Financiera sin previa autorización

editorial

- 4 | El debate sobre la economía
- 5 | Crónica de una crisis anunciada

debate

- 8 | Réquiem por una reactivación proclamada en tono triunfal
Rodrigo Botero
- 10 | Respuesta a Botero Montoya: el cierre económico de 2001
Juan Carlos Echeverry
- 11 | Réplica al ministro de Hacienda encargado
Rodrigo Botero
- 14 | Literatura infantil apta para mayores
Rodrigo Botero
- 18 | La posición de la Contraloría General de la República sobre la medición del déficit fiscal
Carlos Ossa Escobar
- 24 | Metodología de las cifras fiscales, política fiscal reciente y estadísticas
Ministerio de Hacienda
- 29 | Ajuste fiscal, contabilidad creativa y dinámica de la deuda pública
Sergio Clavijo

actualidad económica

- 32 | ¿Hacia dónde va la deuda externa?
- 36 | ¿Llegó la hora de la construcción?
- 41 | ABC de las calificaciones de riesgo soberano
- 45 | Situación monetaria y financiera
- 48 | Crónica macroeconómica
- 52 | Industria, comercio y construcción
- 54 | Trimestre legal

sector financiero

- 57 | La recomposición de los activos del sector financiero: ¿van en la dirección correcta?
- 59 | El mercado de TES sigue reinando

economía internacional

- 64 | Duhalde: ¿un nuevo rumbo para Argentina?
- 68 | El FMI en la mira

sociedad

- 73 | Una charla con Eduardo Posada Carbó
- 80 | El poder de las ideas
Eduardo Posada Carbó

torre de marfil

- 82 | ¿Superación del economicismo o imperialismo de la economía?
Fernando Tenjo Galarza
- 85 | James Tobin 1918 - 2002
Andrés Langeback

eventos

- 87 | Seminarios y conferencias

ABC de las calificaciones de riesgo soberano

Introducción

En la medida en que un gran número de países del planeta ha venido aumentando la colocación de bonos soberanos en los mercados internacionales de capital para financiar sus déficit fiscales, las calificadoras de riesgo han ganado protagonismo al emitir periódicamente conceptos sobre su percepción de riesgo o probabilidad de no pago de los compromisos adquiridos (principal e intereses) por cada emisor. Estos conceptos son una guía que orienta a los inversionistas, pero no determinan el riesgo medido a través de la tasa de rendimiento de los bonos que el mercado reconoce. Para que las evaluaciones de este tipo de firmas tenga la mayor credibilidad, deben cumplir con dos requisitos básicos: independencia y rigor técnico.

Las calificadoras de riesgo existen desde finales del siglo XIX en Estados Unidos, como entidades independientes que dan información crediticia utilizada por inversionistas e instituciones financieras. Hacia principios del siglo XX, con el desarrollo de la industria ferroviaria en ese país, las empresas de ese sector fueron las primeras emisoras

de bonos, hecho que dio pie a la creación de nuevas firmas calificadoras de riesgo. Por ejemplo, en 1909, la firma creada por John Moody califica bonos emitidos por los ferrocarriles de Estados

Hoy, las tres firmas calificadoras de riesgo soberano más importantes que le hacen seguimiento a Colombia y a los demás países de la región son: Moody's, Standard & Poors y Duff & Phelps.

Unidos; en 1916 la firma de Henry Poor publica su primera calificación; en 1922 Standard Statistics Bureau inicia operaciones y Fitch Publishing Co. haría lo mismo en 1924. En 1932 Duff & Phelps

evaluaba el riesgo de empresas de energía eléctrica.

Hoy, las tres firmas calificadoras de riesgo soberano más importantes que le hacen seguimiento a Colombia y a los demás países de la región son: Moody's, Standard & Poors y Duff & Phelps.

Metodología de la calificación

La calificación de los bonos soberanos en moneda extranjera se hace sobre la base de un análisis de la macroeconomía del país, comenzando por una evaluación de la calificación técnica y la experiencia del equipo económico que está al frente de las entidades gubernamentales manejando la economía.

El análisis macroeconómico incluye las tendencias del crecimiento económico, la evolución de la inflación, los niveles de la tasa de cambio, el comportamiento de las tasas de interés. Se analiza la sostenibilidad de la deuda pública y privada, observando el comportamiento del déficit primario actual frente al requerido.

El análisis incluye la composición de la deuda externa entre pública y privada, y entre el corto y el largo

plazo. Se calculan las razones de deuda externa a PIB, deuda externa a exportaciones, servicio de la deuda a exportaciones. Se estudia la cuenta corriente, la cuenta de capital (inversión extranjera directa, portafolio) y las reservas internacionales. También es menester incluir un análisis de la política fiscal, la estructura tributaria, los pasivos contingentes. Así como analizar la política monetaria del Banco Central.

En los temas institucionales se analiza la gobernabilidad (relación ejecutivo-congreso), las fortalezas y debilidades de las instituciones, el grado de organización de la sociedad.

Proceso de calificación

Los analistas de las calificadoras monitorean continuamente el país calificado y un comité técnico toma la decisión de revisión de la calificación. Entre revisiones, la calificadora emite un punto de vista (*outlook*) que puede ser estable, positivo o negativo. El movimiento en la calificación se puede hacer en cualquier momento, cuando las conclusiones del análisis efectuado lleven a esa resolución.

Sin embargo, ha habido ocasiones en que ha sido cuestionado el momento en que la calificadora ha modificado la calificación de riesgo de un país. En efecto, ha sucedido que estas revisiones han resultado extemporáneas por ir a la saga de los acontecimientos. En otras ocasiones, cuando la revisión es para bajar la calificación y se efectúa anticipadamente, se ha atribuido a este mismo hecho el posterior deterioro de ciertos indicadores del país en cuestión. En conclusión, es delicado el momento en que la calificadora emite un cambio en su calificación y el mercado lo debe tomar como un elemento más de información sobre el estado de la economía de un país emisor de bonos, y no como el único criterio.

Escala de calificación

Las firmas calificadoras trabajan con una escala única, con la que se clasifican a todos los países emisores. De esta manera, los inversionistas pueden comparar el riesgo implícito en la calificación emitida para la toma de decisiones.

Como se aprecia en los cuadros, aquellos países con calificaciones iguales o superiores a *Baa* se denominan *grado de inversión*. Este corte es muy importante si se tiene en cuenta que

CALIFICACIÓN DE RIESGO DE LARGO PLAZO DE MOODY'S	
Grado de Inversión	Grado Especulativo
Aaa Excelente calidad	Ba Dudosa calidad
Aa Alta calidad	B Baja calidad
A Calidad superior	
Baa Calidad media	

algunos fondos institucionales no pueden invertir en bonos de países cuya calificación se encuentra por debajo del grado de inversión. Por tal razón, para un país perder su grado de inversión puede significar una venta masiva de bonos que se traduce en una importante caída en el precio, y en consecuencia en una subida de sus *spreads*.

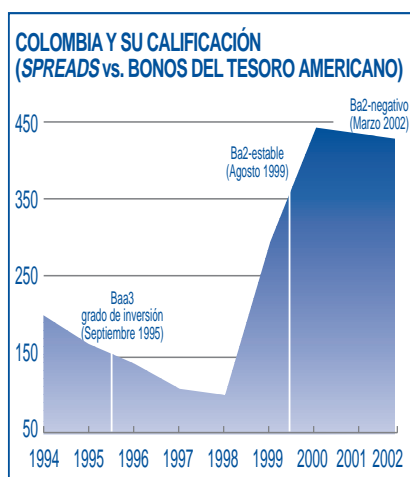
Calificaciones de riesgo y el comportamiento de los bonos

Existe una estrecha relación entre las calificaciones de riesgo y el rendimiento de los bonos en el mercado. Para el inversionista, la calificación de un país es un parámetro importante a la hora de evaluar el riesgo. Un cambio en una calificación hará más o menos riesgosa una inversión, lo que se traduce en un mayor o menor nivel de rendimiento exigido por el inver-

CALIFICACIÓN DE RIESGO SOBERANO (Moody's - Feb. 2002)

Calific.	País	Perspectivas
Aaa	Austria	Estable
	Dinamarca	Estable
	Finlandia	Estable
	Francia	Estable
	Alemania	Estable
	Irlanda	Estable
	Noruega	Estable
	España	Estable
	Suiza	Estable
	Reino Unido	Estable
	Estados Unidos	Estable
Aa1	Bélgica	Estable
	Canadá	Estable
	Japón	Estable
	Singapur	Estable
	Suecia	Estable
Aa2	Australia	Estable
	Nueva Zelanda	Estable
	Portugal	Estable
Aa3	Italia	Positivo
	Taiwan	Estable
A2	Botswana	Estable
	Grecia	Estable
	Israel	Estable
	Emiratos Árabes Unidos	Estable
A3	Bahamas	Positivo
	China	Estable
	Hong Kong	Positivo
	Hungría	Estable
Baa1	Chile	Estable
	República Checa	Estable
	Polonia	Estable
Baa2	Corea	Por actualizar
	Malasia	Estable
	Mauricio	Estable
	México	Estable
	Sur África	Estable
Baa3	El Salvador	Estable
	Arabia Saudita	Positivo
	Tailandia	Estable
	Trinidad y Tobago	Estable
	Uruguay	Estable
Ba1	Costa Rica	Positivo
	Egipto	Estable
	Panamá	Estable
	Filipinas	Estable
Ba2	Bélice	Estable
	República Dominicana	Estable
	Colombia	Negativo
	Guatemala	Estable
	India	Estable
Ba3	Kazajstán	Positivo
	Jamaica	Estable
	Perú	Estable
	Rusia	Estable
B1	Bolivia	Estable
	Brasil	Estable
	Turquía	Estable
	Vietnam	Estable
B2	Honduras	Estable
	Irán	Por actualizar
	Nicaragua	Estable
	Paraguay	Estable
	Ucrania	Estable
B3	Venezuela	Estable
	Indonesia	Estable
Caa1	Cuba	Estable
	Pakistán	Estable
Caa2	Ecuador	Estable
Ca	Argentina	Estable

sionista. En el Gráfico *Colombia y su calificación*, se aprecia la evolución del *spread* de un bono colombiano de largo plazo (vencimiento 2004) en los últimos cinco años. Allí se identifican los cambios en la calificación de Moody's para los bonos soberanos de Colombia y el comportamiento en el precio del bono. Mientras Colombia mantuvo su grado de inversión, el *spread* se mantuvo en los niveles más bajos.



Aunque la calificación de riesgo es un termómetro importante a la hora de evaluar una inversión, no es lo único que explica el comportamiento del bono en el mercado. La mayoría de los fondos institucionales tienen su propio equipo económico y, en algunos casos, pueden estar en desacuerdo con una calificación, dadas sus propias conclusiones sobre las perspectivas económicas de un país. Esto los puede llevar a invertir

en un país en donde, según la calificación, la percepción de riesgo es mayor.

Las calificaciones también son utilizadas por los inversionistas como herramientas de especulación, en cuyos casos el inversionista puede comprar bonos con alto nivel de riesgo. Si el inversionista anticipa un aumento o una caída en la calificación, puede apostar a cambios en los precios de los bonos. Por ejemplo, si considera

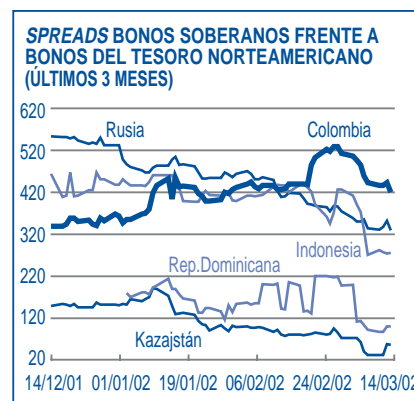
Existe una estrecha relación entre las calificaciones de riesgo y el rendimiento de los bonos en el mercado. Mientras Colombia mantuvo su grado de inversión, el *spread* se mantuvo en los niveles más bajos.

que la calificación de un país aumentará en el mediano plazo, es decir un *upgrade*, seguramente verá una oportunidad de comprar bonos 'baratos' para luego venderlos a mayor precio cuando la calificación aumente (menor riesgo de inversión). Lo contrario ocurre ante el rumor de una caída o *downgrade* de la calificación;

los inversionistas venden sus bonos ante la posibilidad de una caída en el precio.

Un ejercicio de comparación del comportamiento de los *spreads* de los bonos de Colombia que se vencen en 2007, se hizo con papeles de República Dominicana y Kazajstán que tienen la misma calificación de Moody's con vencimientos similares e igualmente líquidos. También se comparó con los *spreads* de Bonos de Rusia y de Indonesia que tienen calificaciones más riesgosas que los anteriores.

En el Gráfico se observa cómo a pesar de las calificaciones, en los últimos tres meses, el *spread* de Colombia subió hasta colocarse por encima del *spread* de los países anteriores, incluso de aquellos con peor calificación. (Aún con la caída del *spread* colombiano a mediados de marzo, el mercado percibe a Colombia como una alternativa más riesgosa frente a los demás países analizados).



El pasado 27 de marzo Moody's cambió su calificación de 'estable' a 'negativo' como consecuencia de la tendencia creciente en el nivel de la deuda pública colombiana.

En su opinión las intenciones del gobierno de reducir gastos y reestructurar su deuda son asertadas, pero no han sido suficientes para garantizar un verdadero saneamiento de las finanzas públicas.

¿Será que las demás calificadoras estarán también próximas a revisar la calificación de riesgo de Colombia? **ANIF**

CALIFICACIONES DE RIESGO

País	Moody's	Standard & Poor's	Vencimiento
Colombia	Ba2	BB	Feb-07
República Dominicana	Ba2	BB-	Jun-06
Kazajstán	Ba2	BB	May-07
Rusia	Ba3	B+	Jun-07
Indonesia	B3	CCC	Ago-06

La recomposición de los activos del sector financiero: ¿van en la dirección correcta?

Uno de los principios básicos que justifica el por qué es necesario contar con un sector financiero fuerte y eficiente, es que éste promueve el ahorro y lo canaliza hacia los mejores proyectos de inversión (*R. Levine*). El mayor ahorro canalizado hacia la inversión es indispensable para que la economía colombiana vuelva a crecer.

Una de las manifestaciones de la crisis que sufrió el sector financiero entre 1998 y 2000 fue la contracción del sistema como proporción del producto. Desde el punto de vista de los

activos, éstos decrecieron de manera importante al pasar de representar 66% del PIB en 1997, a 53.1% en 2001 (Gráfico 1).

De manera simultánea a esta contracción se fue dando una recomposición de los activos del sistema financiero. Una parte importante de la cartera productiva fue sustituida por inversiones en papeles del gobierno (particularmente TES), lo que ha ayudado a financiar el déficit fiscal. En efecto, la cartera productiva pasó de representar 88% del total de activos en 1997, a 74% a finales de 2000. Por el contra-

rio, las inversiones de renta fija (fundamentalmente TES) pasaron de 6% en 1997 a 22% a finales de 2000 (Gráfico 2).

Esta sustitución fue el resultado de dos hechos aparentemente independientes. Por una parte, la demanda de crédito se contrajo de manera importante debido a la recesión de la economía, las expectativas desfavorables de los empresarios sobre el futuro y el uso más eficiente de los recursos (Véase artículo: “*El bajo nivel de crédito: ¿problema de oferta o de demanda?*” Carta Financiera No.120).

GRÁFICO 1
TOTAL ACTIVOS
SECTOR FINANCIERO / PIB (%)

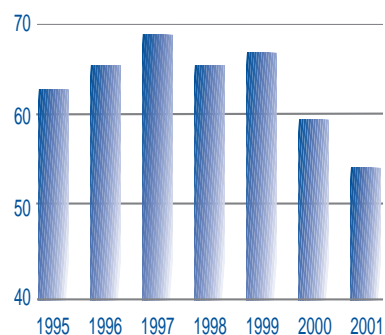


GRÁFICO 2
PARTE DE LA CARTERA PRODUCTIVA HA SIDO
SUSTITUIDA POR INVERSIONES EN PAPELES DEL
GOBIERNO PARA FINANCIAR EL DÉFICIT FISCAL

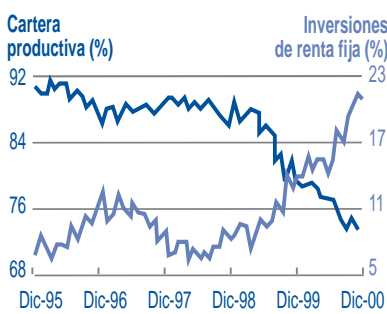
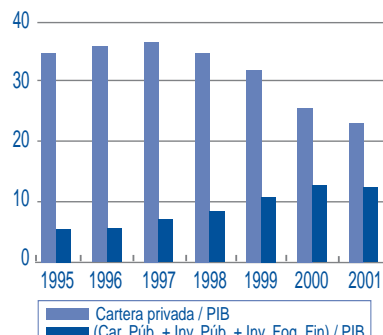
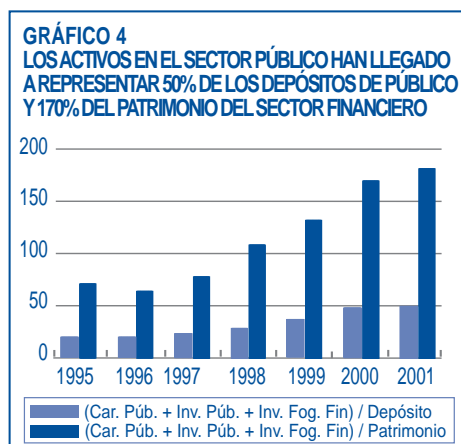


GRÁFICO 3
EN TÉRMINOS DEL PIB, LA
RECOMPOSICIÓN TAMBIÉN ES NOTORIA






De otra parte, las necesidades crecientes de recursos por parte del sector público para financiar el déficit fiscal, indujeron a las entidades financieras a destinar una parte creciente de sus recursos a invertir en papeles del gobierno que ofrecían rentabilidades atractivas. Según datos del Banco de la República, la deuda interna neta del sector público no financiero pasó de representar 9.8% del PIB en 1997 a 15.1% en 2001.

En términos del PIB, se observa que la caída de la cartera con el sector privado fue importante. De representar 38.3% en 1997, pasó a 24.3% en 2001 (Gráfico 3). Como proporción de los depósitos del público en el sistema financiero, los activos colocados en el sector público saltaron de 5% en 1995 a 50% en 2001 y como proporción del patrimonio de las entidades, el cambio fue de 60% en 1995 a 170% en 2001 (Gráfico 4).

El anterior fenómeno de crecimiento de la participación de los activos del sector financiero en papeles del gobierno es preocupante, porque el principio de canalizar el ahorro y dirigirlo a los mejores proyectos de inversión, no se está cumpliendo. En efecto, se sabe que buena parte de los recursos que financian el déficit fiscal se destinan a pagar la nómina de la burocracia estatal.

Cuando el sector privado vuelva a crecer a tasas dinámicas y demande recursos de crédito como en épocas anteriores a la crisis, se generará un típico fenómeno de *crowding out*, que implicará una subida en las tasas de interés como mecanismo de mercado para racionar los recursos que, en ese escenario, serían escasos.

Si la deuda pública interna sigue creciendo, el riesgo percibido por el sistema financiero debería ir creciendo. Ello se traduciría primero en un aumento de las tasas de interés, y posteriormente en reticencia para seguir prestándole al sector público, por temor a que entre en dificultades para honrar sus compromisos. Por ello, es fundamental que la deuda pública se estabilice pronto como proporción del producto .

Duhalde: ¿un nuevo rumbo para Argentina?



El ascenso al poder de Eduardo Duhalde no ocurrió como él hubiese querido: haber derrotado en las urnas a Fernando De la Rúa en 1999, quien terminó propinándole una aplastante victoria. Tras la pérdida de apoyo tanto popular como político, el gobierno de De la Rúa sucumbió a finales de diciembre, tan solo después de dos años al frente del poder. Lo que siguió a continuación fue un caricaturesco desfile de sucesores, en el que los tres que precedieron a Duhalde duraron poco más de una semana. El penúltimo de ellos, Adolfo Rodríguez Saa, gobernador de la provincia de San Luis, perdió rápidamente el apoyo de su partido, el justicialista (o peronista, el mismo de Duhalde), lo que sumado a las protestas y ‘cacerolazos’ de las multitudes en Buenos Aires, terminó con sus ambicio-

nes de alargar el período de su gobierno más allá de marzo de 2002. Pero tras bambalinas se encontraba Duhalde, vicepresidente durante el primer período de Menem (de quien se distanció), ex gobernador de la provincia de Buenos Aires y senador por la misma, quien logró que el Congreso lo eligiera por una gran mayoría para que permanezca en el puesto hasta el 10 de diciembre de 2003, período que se suponía cumpliría De la Rúa.

El reto de Duhalde es inmenso: debe sacar adelante la economía mientras evita que tanto el sistema financiero como el productivo colapsen, todo mientras soporta las presiones de los inversionistas extranjeros y las protestas de la gente, que ante el detrimento de las condiciones sociales y la imposibilidad de disponer de su dinero, ha optado por culpar a una clase política –que irónicamente Duhalde representa– acusándola de inepta y corrupta.

¿Qué quiere Duhalde?

El 2 de enero de 2002, Duhalde cerró su discurso de posesión ante la asamblea legislativa con la siguiente frase: “*No lo duden, no lo duden un solo instante: Argentina tiene futuro.*” Pero ¿cuál es el futuro que tiene pensando para su país? ¿Cómo planea conducir la economía de un país que atraviesa por una profunda crisis económica, social y política? Pareciese que parte de la respuesta a esta pregunta la hubiese dado minutos antes en ese mismo

discurso, cuando dijo: “*Mi compromiso a partir de hoy, es terminar con un modelo agotado que ha sumido en la desesperación a la enorme mayoría de nuestro pueblo para sentar las bases de un nuevo modelo capaz de recuperar la producción, el trabajo de los argentinos, su mercado interno y promover una más justa distribución de la riqueza.*” Duhalde, a pesar de reconocer que gran parte de las responsabilidades recaen sobre la clase política, no ha dudado tampoco en repartirle las culpas al modelo económico desarrollado por Menem, un modelo que prevaleció por una década en el país austral, y que permitió la reducción de las altas tasas de inflación con las que la población había convivido.

De acuerdo con Duhalde, este modelo era perverso porque se impuso como la única visión posible de desarrollo sin consultar para nada la realidad que vivía Argentina, lo que trajo como consecuencia el aumento de la exclusión social y el incremento en la diferencia entre ricos y pobres. Por ello, el Presidente ha repetido en varias ocasiones que su gobierno acabará con las políticas neoliberales que llevaron al país a la quiebra, y que defenderá a los sectores que se consideren sensibles y que necesiten de la protección del gobierno. Por ejemplo, a comienzos de enero de 2002 declaró frente a un grupo de empresarios que el proteccionismo es un rasgo común de los países exitosos: “*cuando se critica a otros países y dicen que nos están po-*

niendo trabas arancelarias, para arancelarias, fitosanitarias, digo que se están defendiendo de alguna manera, se están tratando de defender en la medida que pueden. Eso es un rasgo común de los exitosos.” Así pues, parece que éstas serían algunas de las armas que Duhalde preferiría utilizar para proteger determinados sectores productivos.

Sin embargo, en sus declaraciones, Duhalde también se ha mostrado muy a favor de, no sólo continuar los lazos con el Mercosur, sino estrecharlos aún más, y a partir de estos acuerdos, comenzar una negociación con otros bloques comerciales como la Unión Europea y la Comunidad Andina, así como agilizar la discusión sobre la creación del Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA), evidenciando una contradicción con sus posturas frente al libre comercio.

Si bien hacia mediados de febrero los presidentes de los países miembros del Mercosur firmaron un documento en el que se solidarizan con Argentina y piden al FMI que le extienda los créditos que el país necesita, las presiones que recibirá de Brasil —que destina aproximadamente 12% de sus exportaciones al mercado argentino— y de los demás socios comerciales, ante la posibilidad de que se empiencen a cerrar las puertas para la entrada de algunos de sus productos, dificultarán al gobierno de Duhalde cumplir con sus promesas, mas aun en momentos en los que el país necesita desesperadamente de los ingresos que puedan generar sus exportaciones luego de la devaluación del peso.

Las continuas declaraciones de Duhalde en pro de un cambio de modelo en el que la intromisión del Estado en los asuntos económicos sea más fuerte, no le impide, sin embargo, alabar muy a menudo el caso chileno y citarlo como referencia de lo que él esperaría fuese el rumbo a seguir de la economía argentina. En una conferencia ante periodistas extranjeros expresó respecto del modelo chileno que “... *siempre me ha parecido muy importante tenerlo en cuenta para nosotros,*” y, “*Yo que vengo defendiendo desde su*

inicio el modelo chileno, que fue un abanderado de las reformas en América, digo que tiene muy poco que ver el modelo que hemos escogido los argentinos en relación a ese modelo.”

Una de las diferencias que Duhalde ha citado entre el caso chileno y el argentino es la propiedad del sistema financiero. De acuerdo con Duhalde, mientras en Chile y en Brasil sólo 18% y 14% respectivamente, de la banca es de propiedad extranjera, en Argentina ésta llega a 51%, porque a diferencia de Argentina, los dos primeros son países a los “*que no les da lo mismo que las empresas sean de su país o sean extranjeras.*” Es precisamente el sector financiero otro de los villanos sobre los cuales Duhalde ha apuntado con el dedo acusador.

Desde el día de su posesión han sido comunes sus ataques contra el sistema bancario y contra las relaciones que éste ha tenido con el poder político en Argentina. A los cuatro días de su posesión declaró “... *debemos terminar décadas en la Argentina de una alianza que perjudicó al país, que es la alianza del poder político con el poder financiero y no con el productivo.*” Esta frase se ha repetido casi sin variaciones en varias de las intervenciones que ha realizado el Presidente. Y si bien declaró en el programa *Conversando con el presidente*, transmitido por Radio Nacional los sábados, martes y jueves, que “*a mí de los bancos me importa poco, lo que me importa sí es la gente porque sé que realmente ha sido afectada en sus intereses...*”, las medidas anunciadas el 3 de febrero parecen no castigar del todo la alianza a la que se ha venido refiriendo.

El anuncio de la creación de un bono compensatorio al sistema bancario, financiado con los recursos provenientes de la retención del 20% a las exportaciones petroleras, cuya regulación es motivo de enfrentamiento con las petroleras, terminará recayendo, en últimas, sobre la misma población de una u otra forma. Ya varias de las compañías del ramo, mayoritariamente multinacionales, han anunciado que tal medida forzará importantes aumentos en los precios de la gasolina, que pueden llegar a 40%, transmitiéndose rápidamente a toda la cade-

na de precios, generando inflación. Al suavizar la medida, el gobierno incurriría en un mayor déficit fiscal, que al final sería asumido por los contribuyentes, quienes terminarían pagando buena parte del descalabro financiero.

¿Y el corralito?

La nueva alianza que Duhalde propone es la compuesta por el poder político y el productivo, a ella se ha referido tan constantemente como a la nefasta unión entre los políticos y el sistema bancario. De acuerdo con lo dicho en una rueda de prensa ante periodistas extranjeros, en la que expresó que “... *cada legislador es un lobysta del sector empresario de su región y de su provincia; esto pasa en todos los países...*” parece marcar lo que le gustaría fuese el funcionamiento de esta coalición que según él no se ha dado, ya que a continuación añade: “... *aquí no, aquí cuando los políticos están cerca de algún sector empresarial ya se empieza a pensar que hay alguna cosa rara, cuando ésta tendría que ser la regla...*” Los primeros beneficiarios de esta nueva alianza, en palabras de Duhalde, deberían ser las pequeñas y medianas empresas: “*primero, empecemos por el tallercito, por ese hombre que está esforzándose, que lo persigue el municipio... el pequeño comerciante, el pyme de todo tipo...*” No obstante, la idea inicial de sólo convertir a pesos los créditos inferiores a US\$100,000, dio paso a la pesificación de todos los préstamos sin importar su monto, evidenciando la presión que la gran industria viene ejerciendo sobre el gobierno. Esto hace más pronunciado el descalce que el sistema financiero deberá afrontar, y que dificulta aún más una salida rápida del congelamiento de los depósitos bancarios al que han sido sometidas las familias y las empresas, conocido como *corralito*. A este respecto, Duhalde ha debido también suavizar su discurso: la realidad le ha mostrado que lo que pretendía en su alocución de posesión cuando anunció que “*a los afectados por el “corralito”, les digo que el Estado no permitirá que sean víctimas del sistema*

financiero. Quiero decirles que van a ser respetadas las monedas en que hicieron sus depósitos. Es decir, el que depositó dólares recibirá dólares, el que depositó pesos recibirá pesos,” simplemente no es posible. Por el contrario, ha debido anunciar que los depósitos en dólares se pesificarán a 1,40 pesos por dólar. Se estima que dentro del ‘corralito’ hay cerca de US\$62,000 millones, mientras que la cantidad que los bancos tienen disponible para devolver a los ahorradores llega apenas a los US\$4,000 millones.

Pese a que se ha tendido a flexibilizar la medida, pues se dio libre disponibilidad de los salarios depositados en cuentas bancarias sustituyendo el anterior tope de 1,500 pesos, se permitió el retiro de indemnizaciones laborales que habían sido invertidas en plazos fijos, y se normalizó la posibilidad de comprar bienes registrables o viviendas en construcción mediante la transferencia de depósitos dentro del sistema bancario hacia finales de febrero, el descontento de la gente, que no sólo no puede disponer de sus recursos, sino que recibe 1,40 pesos por dólar cuando la tasa oficial se encontraba a mediados de febrero en los 2,30 pesos por dólar, ha llevado a que continúen las masivas protestas en las calles de Buenos Aires.

Los enemigos de Duhalde

Además de soportar las críticas de la gente y de Menem desde el exterior, el gobierno debe hacer frente a otros sectores que se ven afectados cada vez que se anuncia una medida.


El enfrentamiento del gobierno con la Corte Suprema, que un día antes de que se anunciaran las medidas que flexibilizaban el ‘corralito’ lo declaró inconstitucional, no le dejó otra opción a Duhalde que prohibir a los argentinos cualquier acción legal contra el congelamiento de depósitos por 180 días. La acción de la Corte ha sido vista más como una revancha política que como un acto de derecho, luego de que el ejecutivo anunciase la formación de una comisión parlamentaria de juicio político, que llevaría al fin las carreras de

muchos de los integrantes de ésta. Duhalde, quien ha dicho de la Corte que “... votó a los dos últimos gobiernos, al del doctor Menem y al del doctor De la Rúa, todas estas mismas leyes, quien ha posibilitado con sus fallos que Argentina esté como está, hoy se despacha con este agravio —diría— a la ciudadanía...”, parece haberle ganado esta batalla al órgano, gracias, en parte, al gran desprestigio que tiene entre los argentinos que la acusan de corrupción y de parcialidad política.

El Presidente ha medido sus palabras a la hora de hablar del FMI, otro de los protagonistas de la crisis argentina. La razón: el país necesita con urgencia los recursos de dicha entidad, que de acuerdo con el viceministro de economía, Jorge Todesca, ascienden a US\$23,000 millones. En la gira que el titular de la cartera, Jorge Remes Lenicov, realizó por Washington y Nueva York, el FMI empezó a condicionar un posible préstamo de cerca de US\$9,000 millones, que habían quedado pendientes de los acuerdos anteriores. Entre las condiciones se encuentran recortes adicionales en el gasto público, que incluyen ajustes en los gastos de las provincias. Sin embargo, este ajuste será difícil, teniendo en cuenta que Remes Lenicov ha declarado que “... con una economía que tiene 20 o 22% de desocupados, el Estado no puede sumar una sola persona a los desocupados.” El ajuste en los gastos provinciales se ha convertido en una balanza del poder en la que se miden los porteños contra las demás provincias. La propuesta del equipo económico de Duhalde incluye otorgarle el derecho a cada una de las provincias para recaudar los impuestos nacionales, con excepción del Iva, en contrapartida de un cambio en la repartición de la masa tributaria: la nación pasaría de poseer el 56% a el 62%, y transferiría a las provincias 38% en lugar de 44%. Ante esta propuesta, la mayoría de los gobernadores ha expresado una rotunda negativa, en especial los pertenecientes a las provincias productoras de petróleo como Chubut y Mendoza. Éstas, junto con las principales empresas petroleras, se enfrentan al

gobierno como consecuencia de la medida que busca imponer una retención del 20% a las exportaciones petroleras, aduciendo que dicha decisión elevará los precios del petróleo y ocasionará el cierre de los pozos menos productivos. Sin embargo, el gobierno arguye que con esto sólo se apropiarán de una parte de las extraordinarias ganancias que las petroleras obtienen con la devaluación. Ante tal situación, Duhalde ha asegurado que los precios de la gasolina han subido excesivamente y que de ser necesario recurrirá a controles de precios.

Las empresas que prestan los servicios públicos también se encuentran en la mira de Duhalde. Privatizadas en la era Menem, se les garantizó que sus tarifas estarían atadas al dólar, ante lo cual el actual Presidente ha dicho “*o eran muy buenos los empresarios europeos para conseguir tarifas o eran muy malos los nuestros o ambos eran corruptos.*” Ante los anuncios de las empresas, que pretenden actualizar las tarifas luego de la devaluación, Duhalde ha amenazado con ejercer un estricto control de precios: “... *la gente en la Argentina no va a pagar aumentos de luz, ni de gas, ni de teléfonos... yo estoy para defender otros derechos adquiridos, que son los (sic) de la gente a vivir lo mejor que puede. Y si ese derecho nos enfrenta con los de las empresas, lo lamento mucho.*” Para cumplir su palabra, Duhalde deberá enfrentar las cada vez mayores presiones provenientes de las compañías y de los gobiernos de los países de donde proceden.

Por más que Duhalde busque culpables que expliquen la crisis argentina, lo cierto es que los verdaderos enemigos de los argentinos han sido la corrupción y la incapacidad de los dirigentes políticos y económicos para crear un estado más transparente, con órganos políticos más cercanos a la realidad y menos atados al poder y a los intereses particulares. Mientras todo esto siga siendo una realidad, no importa cuanto se hable en los discursos sobre el cambio de modelo, el país estará condenado a “*modificar todo para no cambiar nada*”, como escribió recientemente un historiador y novelista argentino 

Respuesta a Botero Montoya

El cierre económico de 2001

Juan Carlos Echeverry*



Desde fuera se analiza con mayor serenidad lo que ha logrado Colombia en un año tan turbulento. El equipo económico no es triunfalista.

El Dr. Botero expresa su desacuerdo con el diagnóstico positivo del Gobierno, y sólo admite que merezca reconocimiento el bajo nivel de inflación. Los argumentos que justifican sus críticas son: primero, el crecimiento se situó por debajo del aumento poblacional; segundo, las cifras de desempleo son altas; tercero, el endeudamiento público no ha detenido su dinámica; y, por último, la lenta devaluación es preocupante.

Estas críticas merecen los siguientes comentarios: los indicadores macroeconómicos que le permiten al Gobierno sacar un balance positivo de lo ocurrido en el año 2001 no son exclusivamente la inflación, como él lo juzga, sino la reducción en la tasa de desempleo nacional, de 17,1% en enero a 13,6 % en noviembre, y en las 13 principales ciudades, de 21% a 16,8 % en el mismo lapso; y la reactivación de la construcción de vivienda, el comercio, las telecomunicaciones y la agricultura.

El crecimiento real de la economía, de 1,5 %, que el Dr. Botero considera insuficiente al compararlo con el crecimiento poblacional, debe ser entendido a la luz de los principales sucesos del año pasado: recesión internacional, menor demanda de exportaciones, lento crecimiento de la demanda de los hogares, volatilidad por los ataques terroristas del 11 de septiembre, incertidumbre en la región a raíz de la situación de Argentina e incidencia del conflicto armado.

Varias veces en el pasado reciente los comentaristas internacionales han expresado su extrañeza ante la virulencia de los analistas colombianos frente a los positivos resultados de la economía nacional. Los observadores internacionales ven que un contexto internacional altamente interconectado, tanto en los mercados de bie-

nes como de capital, impone vaivenes considerables a una economía abierta como la colombiana. En la época en que el Dr. Botero ejercía como ministro de Hacienda, el carácter cerrado y la multiplicidad de distorsiones y controles le permitían más discrecionalidad a un gobierno. Son otros los tiempos que corren, y son más las variables que se deben tener en cuenta para juzgar tan duramente esta tasa de crecimiento. Desde fuera se analiza con mayor serenidad lo que ha logrado Colombia en un año tan turbulento.

Es en este contexto que se debe entender el éxito en la colocación de bonos internacionales por parte de la Nación. Naturalmente compartimos su preocupación por el nivel de la deuda pública, su dinámica desde 1994, y la terquedad del déficit fiscal. Para enfrentar esta situación, el Gobierno y el Congreso de la República aprobaron:

- Una reforma tributaria que reportó ingresos anuales cercanos al 1,8 % del PIB, tema aún debatido en México.
- Una reforma a las transferencias territoriales, problema aún sin resolver en Argentina y Brasil.
- Una reforma que controla los gastos de departamentos y municipios, y que ha devuelto la viabilidad fiscal a muchas entidades territoriales.


* Director del Departamento Nacional de Planeación. Este artículo apareció publicado el día 6 de enero de 2002 en El Tiempo.

- Una reforma a la normatividad de la educación y la salud, que va a controlar la dinámica y la efectividad del gasto en estos sectores cruciales.
- Sucesivos presupuestos de la Nación, austeros y responsables.

Por último, se presentó al Congreso de la República una propuesta de reforma pensional, por mucho el principal problema que aqueja a las finanzas públicas en el largo plazo. Estos son motivos de orgullo para este Go-

bierno y para su equipo económico, y estamos en nuestro derecho de manifestarlo de este modo. Desconocer que la aprobación de estas reformas le devolvió al país la credibilidad internacional, justo en el momento en que otras naciones del área enfrentaban inmanejables situaciones económicas, políticas y sociales, es elevarse uno mismo a la posición del juez más severo para el manejo económico, cuando en realidad dicho juez son los colombianos que confían en la moneda

local y aquellos agentes que adquieren los bonos de la Nación. Estos jueces han aprobado nuestra gestión.

El equipo económico no es triunfalista, como él lo tacha, y no puede serlo, dado que aún hay en el camino serios desafíos en materia fiscal, así como en la actividad económica y en el empleo. Pero no permite que se desconozcan las reformas profundas que ya se han materializado, y la estabilidad y los logros arduamente conseguidos 

Réplica al ministro de Hacienda encargado¹

Comienzo por reconocer los términos comedidos y mesurados de su carta del 6 de enero en relación con el artículo *Réquiem por una reactivación proclamada en tono triunfal*.

El propósito de mi artículo era evaluar los resultados económicos del año. Dentro de los términos de referencia del mismo no estaba evaluar la gestión del equipo económico gubernamental. Esa tarea le corresponde a otros analistas.

No tengo inconveniente en reconocer los aciertos del Gobierno, los esfuerzos realizados por corregir los desequilibrios heredados en 1998, y las restricciones de todo orden, tanto internas como externas, que dificultan esa tarea. Pero mi análisis hace referencia a los resultados obtenidos, no a los esfuerzos ni a las intenciones.

La discrepancia que tengo con los voceros del Gobierno, obedece a la forma acomodaticia de interpretar los datos, discrepancia que se ha acentuado con las declaraciones del Ministro de Hacienda titular de diciembre 30, a las cuales me refiero más adelante. Pero la determinación de si la gestión

del equipo económico ha sido buena, regular o mala, es algo que dejo a otros. Esa no es mi ventaja comparativa.

En cuanto a la interpretación de las cifras, el hecho de haber sido editor de dos revistas económicas, además de haber padecido una formación académica anglosajona, me inducen a ser particularmente cuidadoso en la formulación de juicios y a evitar afirmaciones que no pueda respaldar empíricamente. Creo, por tanto, poder defender con hechos la siguiente afirmación: “El crecimiento per cápita fue negativo, la situación de empleo sigue siendo lamentable, y los resultados, tanto fiscales como de endeudamiento público, son pésimos”. Me sostengo en esa afirmación sin agregarle ni quitarle una coma, y la someto al juicio independiente de economistas profesionales, tanto nacionales como extranjeros.

En relación al nivel de desempleo, me limito a señalar que al concluir 2001, todavía era de dos dígitos, es decir, superior al 10% de la población económicamente activa, situación que considero lamentable.

Al referirme al déficit del Gobierno Central en 2001, usé el dato de

4.6% del PIB, estimado por Fedesarrollo. Me informa una fuente autorizada, que ese estimativo se quedó corto, pues el déficit real del gobierno central es del orden de 5.5% del PIB. Si se tiene en cuenta que en el *annus horribilis* de 1999 el déficit del gobierno central fue de 7.7% del PIB, se entiende por qué este resultado, no obstante varias reformas tributarias y todas las demás medidas que usted menciona, merece el calificativo de pésimo. (Utilizo la metodología de operaciones efectivas de caja del gobierno central para obtener cifras comparables. Éste es el déficit que necesariamente debe financiarse.) Lo que refleja ese deplorable resultado fiscal es que, a pesar del incremento en la presión tributaria y la retórica oficial sobre ajuste y reformas, en 2001 hubo

¹ Después de la contestación por parte del ministro de Hacienda encargado, Juan Carlos Echeverry, Rodrigo Botero replicó insistiendo que lo que hay que evaluar son los resultados económicos no la gestión de los miembros del equipo económico. Este artículo apareció publicado el día 10 de enero de 2002 en El Colombiano.

un aumento desmesurado en el gasto público.

Si después de haber movilizado recursos tributarios por el equivalente de 1.8% del PIB como usted señala, y de haber logrado hacer aprobar las múltiples reformas a las cuales usted alude, se termina el año con un déficit del Gobierno Central de 5.5% del PIB, el país tiene un problema de desequilibrio macroeconómico de insoslayable magnitud, que no ofrece motivos para la complacencia y la autocongratulación. Un ejemplo de ese fenómeno es la siguiente afirmación del Ministro de Hacienda titular: “El déficit fiscal se redujo 2.2 puntos porcentuales en los últimos dos años. Pasamos de [un déficit de] 2.2% como proporción del PIB en 1999 a un superávit de 1.1% en 2001.” (El subrayado es del autor) EL TIEMPO, diciembre 30, 2001, página 1-19, *Resultados del Buen Gobierno. Rendición de cuentas*.

Ahora bien, para la mayoría de lectores y lectoras del periódico, esta afirmación podría entenderse como un motivo de tranquilidad, pues señalaría que el anhelado ajuste de las finanzas gubernamentales se habría por fin logrado. Ese éxito formidable sería el verdadero blindaje de la economía colombiana. Pero la realidad es bien diferente. El Ministro omitió decir que se estaba refiriendo al llamado déficit primario, un tecnicismo utilizado por el Fondo Monetario Internacional para describir la relación entre ingresos corrientes y egresos corrientes, excluyendo el pago de intereses de la deuda pública. Dar a entender que si no se pagaran los intereses de la deuda pública el país tendría un superávit fiscal, poco contribuye a hacer claridad sobre la realidad de las finanzas gubernamentales y de la situación económica nacional. Y ésta es una de las responsabilidades inherentes al cargo de ministro de Hacienda y Crédito Público. Utilizando una lógica similar, podría afirmarse que si mi tía tuviera ruedas, sería una bicicleta.

También discrepo de la interpre-

tación que hace el Ministro en el mismo documento de la estabilidad de la tasa de cambio en 2001 como un logro positivo. Lejos de ser una señal de buena salud económica, éste es un síntoma inequívoco de la enfermedad y de las distorsiones macroeconómicas que está produciendo el déficit fiscal. El país tuvo el año pasado un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos del orden del 2.5% del PIB. De haber existido equilibrio fiscal, ese resultado ha debido producir una devaluación del peso, con un efecto positivo sobre las exportaciones, el crecimiento y la generación de empleo. El endeudamiento externo masivo para financiar el déficit fiscal, produjo una ‘bonanza crediticia’ a través de la cuenta de capitales, y tuvo el efecto perverso de fortalecer el peso, en detrimento del esfuerzo exportador colombiano.

Con respecto a la gravedad de la situación de endeudamiento público, no ofrecí más detalles por restricciones de espacio y para no dar la sensación de excesivo pesimismo. Pero en este aspecto no podía ser mayor el abismo entre la realidad y lo que el Gobierno insiste en calificar como un éxito. Hubiera podido señalar una gráfica de Fedesarrollo en la cual se observa un impresionante paralelo entre el comportamiento reciente de la deuda pública como porcentaje del PIB de Argentina y el de Colombia.


Me limito a agregar los siguientes puntos. La deuda pública total, tanto interna como externa, al finalizar 2001, está llegando al nivel de 50% del PIB. El servicio de la deuda pública está absorbiendo cerca del 40% del presupuesto nacional. Los solos intereses de la deuda externa contratada en 2001 van a costar unos US\$350 millones al año; es decir, casi un millón de dólares por día. Y tomo como un grano de sal la afirmación de que la reciente colocación de los bonos colombianos en el exterior refleja la confianza de los inversionistas extranjeros. Tal como sucedió en Argentina, buena parte de esos bonos han sido

adquiridos por inversionistas, instituciones financieras y fondos de pensiones nacionales. En otras palabras, la adquisición de bonos de deuda soberana en dólares, a tasas de interés superiores al 9% anual, constituye un vehículo atractivo para la fuga de capitales.

Wall Street recibió el anuncio de la cesación de pago de la deuda externa argentina sin inmutarse y con la Bolsa de Nueva York al alza, porque, en parte considerable, los tenedores de esa deuda y, por tanto, los directamente afectados por la moratoria, son argentinos.

Lo que se lee entre líneas de mi artículo, pero que expreso ahora de manera explícita, es mi preocupación por la situación económica del país y mi convencimiento de que, no obstante todos los esfuerzos que usted señala, la trayectoria actual de déficit fiscales, financiados a base de endeudamiento externo, conduce a un colapso financiero. Semejante eventualidad, añadida a los problemas de orden público y a la situación de deterioro social, tendría consecuencias imprevisibles. Y ésta es una calamidad que Colombia no se merece.

Si estoy dando una voz de alerta, no es por mortificarlo a usted ni a los demás integrantes del equipo económico. Considero que se le presta un flaco servicio al país disimulando la magnitud del problema fiscal y aplaudiendo un incremento de 18% en términos reales de endeudamiento externo en 2001, como consecuencia del desfinanciamiento del Gobierno Central.

Financiar los sueldos de la burocracia con endeudamiento externo fue lo que llevó a Argentina a la bancarrota. Eso es exactamente lo que ha venido sucediendo en Colombia durante los últimos siete años. Expreso ahora mi inconformidad con el hecho de que, quienes deberían estar sonando con insistencia la campana de alarma y alertando al país sobre la inminencia del peligro, estén, en cambio, redactando partes de victoria y diseñando prematuramente arcos de triunfo 



El fundador de Fedesarrollo y ministro de Hacienda de la administración López Michelsen abrió el debate criticando, no sólo los resultados de la economía, sino, sobre todo, lo que llamó la “retórica oficial triunfalista”.

Réquiem por una reactivación proclamada en tono triunfal¹

El desempeño de la economía colombiana en el año que termina es decepcionante, aun en términos de las modestas expectativas que existían a su inicio. El retroceso registrado en algunos aspectos fundamentales oscurece las perspectivas para 2002, ya de por sí afectadas por un entorno internacional adverso, el calendario electoral y el deterioro en la situación de orden público.

Uno de los pocos aspectos positivos que se observan es el cumplimiento de la meta de inflación, gracias principalmente a la tarea realizada por el Banco de la República, y en parte, a la recesión. Los demás indicadores macroeconómicos reflejan más sombras que luces. El crecimiento per cápita fue negativo, la situación de empleo sigue siendo lamentable, y los resultados, tanto fiscales como de endeudamiento público, son pésimos. A este marco general que ofrece pocos motivos para el regocijo debe agregarse, como factor de confusión, una

retórica oficial triunfalista que presenta los retrocesos como logros y declara motivo de júbilo por algo que constituye una inconfundible señal de alarma.

El anémico 1.5% de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) en este año, constituye un retroceso por la sencilla razón que esa cifra es inferior a la tasa de crecimiento de la población. Para que un país en desarrollo progrese y eleve el nivel de bienestar colectivo, es indispensable que incremente su producción total a un ritmo bastante superior al de su crecimiento demográfico. Eso es lo que el economista brasileiro

¹ Este artículo fue publicado originalmente en El Colombiano, el día 31 de diciembre de 2001. Posteriormente, fue republicado en El Tiempo, el 6 de enero de 2002. El artículo se reproduce tal como apareció en los mencionados periódicos, incluyendo su título original.

Roberto Campos denominaba “ganarle la carrera al espermatozoide”. Cuando el producto crece a una tasa inferior a la de la población, como sucedió en 2001, se produce una caída en el PIB per cápita, lo cual es un término técnico para decir empobrecimiento, pauperización. Ahora bien, en lenguaje técnico o en castellano corriente, esto constituye un retroceso y así debería reconocerse, sin eufemismos ni comparaciones acomodaticias con las desgracias aún mayores de otros países del hemisferio.

Hecho ese reconocimiento, bien podrían señalarse todos los factores atenuantes que efectivamente existen. Podría también argumentarse que el resultado hubiera podido ser peor, de no haberselo adoptado determinadas medidas. Más aún, podría alegarse que las distorsiones económicas heredadas del gobierno anterior son de una magnitud tal que va a tardar más de tres años corregirlas. Pero de ahí a presentar una caída en el PIB por habitante como un éxito, hay un trecho que no conviene recorrer a la ligera.


Durante la Segunda Guerra Mundial, la BBC de Londres se ganó el merecido respeto internacional y la credibilidad de la cual goza porque en los años de adversidad informaba acerca de las derrotas británicas, designándolas como tales. En mayo de 1940, tras la fulminante ofensiva nazi en Bélgica, Holanda y Francia, la Royal Navy, apoyada por una flotilla de embarcaciones particulares, logró evacuar de Dunquerque, en una operación arriesgada y audaz, a las tropas británicas y francesas que venían en retirada. Se evitó, de esa forma, la catástrofe adicional de que 250 mil hombres hubieran quedado abandonados en el continente como prisioneros de guerra. Al anunciar en la Cámara de los Comunes el éxito de la operación, dentro de un panorama sombrío, Winston Churchill tuvo el buen sentido de declarar: “Pero las guerras no se ganan a base de evacuaciones.”

Parafraseando al aguerrido dirigente británico, puede afirmarse, con respecto al desempeño económico colombiano del presente año, que los países no progresan a base de caídas en el producto per cápita.

Un problema que está adquiriendo características alarmantes es el de la deuda pública, como consecuencia del déficit del Gobierno Central, que se estima en 4.6% del PIB para este año. El problema, por ahora no es tanto el nivel total de la deuda, sino el hecho de que está creciendo a un ritmo considerablemente superior al del crecimiento de la economía. La relación entre la deuda del Gobierno Central y el PIB se incrementó en 212% entre 1994 y 1999. En 2001, la deuda interna creció 13% en términos reales. A su turno, la deuda externa creció 18% en términos reales, es decir, a un ritmo doce veces superior al del PIB. Este ritmo de endeudamiento es insostenible. Una suma que crece al 18% anual se duplica en cuatro años. Si bien la cuantía de la deuda externa total es manejable, de continuar creciendo a este ritmo, dejaría de serlo en breve plazo. La prolongación de la tendencia de endeudamiento registrada en los últimos siete años, acabaría por conducir al país hacia un colapso financiero.

Para mayor información sobre este tema, ver el estudio de Carlos E. Posada y Luis E. Arango titulado *¿Podremos sostener la deuda pública?*, publicado en la Revista del Banco de la República de agosto, 2001.

En la década del veinte del siglo pasado se hablaba en Colombia de la ‘prosperidad a debe’. Lo que viene ocurriendo en el país de 1994 para acá podría denominarse la ‘pauperización a debe’. La mezcla explosiva de desorden fiscal y endeudamiento externo que viene suministrándole el Gobierno Central al país desde 1994, tiene el doble efecto de empobrecer a la población colombiana en el presente y comprometer el bienestar de las generaciones futuras. Además, amenaza con estrangular en la cuna la esperanza de regresar a una trayectoria de crecimiento y generación de empleo por la vía de exportación masiva de manufacturas intensivas en el uso de mano de obra. El instrumento más eficaz para frustrar el dinamismo exportador colombiano es la revaluación del peso. Eso es precisamente lo que produce la contratación masiva de deuda externa, tal como sucedió este año. El solo

anuncio de la obtención de los empréstitos tiende a encarecer el peso, lo cual tiene un efecto perjudicial sobre las exportaciones. Por este motivo, debería entenderse como una clara señal de alarma, mas bien que como una distinción, el premio otorgado a Colombia como el mejor Emisor Soberano del Año 2001, habiendo contratado la suma récord de US\$3.700 millones en empréstitos. Ese mismo premio le fue concedido anteriormente a Argentina, México y Turquía. Quien reciba ése cuestionable galardón debería estudiar las vicisitudes económicas de sus antecesores, mirarse en el espejo y exclamar con Horacio —me refiero al poeta latino, al de las Sátiras— *Mutato nomine, de te fabula narratur*. Todo gobierno trata de presentar una interpretación favorable de las cifras y de los acontecimientos. Pero eso no absuelve a sus voceros de la necesidad de observar ciertos límites y conservar el sentido de las proporciones. El Cardenal de Retz sostenía que los estadistas pueden cometer tonterías, pero que deben abstenerse a toda costa de decirlas. Pretender, como lo ha hecho el Jefe de Planeación Nacional, que una caída del producto per cápita, con los niveles de desempleo y subempleo existentes, es un éxito, es subestimar la inteligencia de la gente. Presentar el campeonato de endeudamiento externo en el año como un motivo de orgullo, como lo ha hecho el Director de Crédito Público, es confundir una corona mortuoria con los laureles del triunfo. Afirmar, como lo hizo recientemente en Medellín el Ministro de Hacienda, que la economía está funcionando como un relojito, conduce a erosionar la credibilidad gubernamental y a cuestionar la validez de los aciertos que efectivamente pueden señalarse a su haber. Con toda cordialidad me permito observar que no ha sido ésa su metáfora más afortunada. Cuando la retórica oficial comienza a alejarse en forma tan notoria de la realidad y de lo que el común de las personas percibe en la vida cotidiana, se corre el riesgo de que, como en el cuento de Hans Christian Andersen, algún observador desprevénido anuncie que el emperador está bastante ligero de vestimenta. 



Rodrigo Botero con Ernesto Samper en un foro de Anif sobre distribución del ingreso en 1975. ¿Cuándo escribirá Botero las reminiscencias de los años setenta?

Rodrigo Botero cerró su contribución al debate con una reflexión sobre la naturaleza de la discusión en nuestro país, con varios consejos a los futuros gobernantes y argumentando que el incremento desmesurado del gasto del Gobierno Central, más que un problema económico, es un problema de gobernabilidad, un problema político.

Literatura infantil

apta para mayores

Cuando se tiene una política general clara, las decisiones individuales surgen con relativa facilidad. Uno se enreda cuando trata de decidir los asuntos caso por caso, en ausencia de un marco conceptual coherente o en contravención del existente. La política general de esta columna es sencilla. Se trata de escribirle unas cartas a Antioquia y a mis amistades, por decirlo así, sobre temas históricos, internacionales y culturales que solo ocasionalmente pueden tener alguna relación tangencial con la problemática nacional.

Con respecto al actual debate quasi-teológico acerca de escuelas económicas, a la política partidista y, por supuesto, a las campañas presidenciales en marcha, mantengo una absoluta independencia, y permanezco *au dessus de la mêlée*. Ello implica, como condición *sine qua non*, que escojo, no sólo el contenido de los artículos, sino el tema

respectivo. Me incomoda sobremanera que se me sugieran temas, así sea con la mejor intención.

Las *Reminiscencias del año 1951* (diciembre 27), se enmarcan dentro de estos parámetros. Eran a la vez un saludo a mis compañeros de promoción de bachillerato y una explicación a mis propios hijos, quienes se ríen de mi ineptitud electromecánica y mi precaria familiaridad con los medios de comunicación audiovisuales. Trataba de demostrarles que, dada la naturaleza decimonónica, cuando no

* Este artículo se publicó originalmente en El Colombiano el día 24 de enero de 2002. En los párrafos iniciales, el autor explica a sus lectores en El Colombiano la motivación original de su columna y el proceso que lo llevó a escribir la crítica a la política económica.

medieval, de mi educación secundaria, antes es mucho lo que he logrado avanzar en materia de *aggiornamento*. Con esa columna esperaba clausurar el año 2001.

A mediados de diciembre, la coordinadora de una publicación especial del periódico llamó a solicitarme en forma encarecida que le colaborara con una evaluación del año económico, la cual requería, además, en un plazo angustioso. Mi sesgo feminista y el espíritu navideño me indujeron a acceder, aunque a regañadientes, a sabiendas de que ello iba en abierta contravención de la política general mencionada.

A riesgo de estropearle las festividades a quienes importuné en Bogotá para obtener datos confiables, y a mi propia familia, cumplí el encargo. Era de esperarse que el artículo pasara desapercibido en la página 63 de una separata publicada el 31 de diciembre, cuando la prioridad que la gente asigna a los temas económicos está en su punto más bajo. Por aquello de las consecuencias imprevisibles de nuestros actos, las *Reminiscencias* quedaron relegadas a la noche del olvido. En cambio, el artículo económico me ha obligado a escribir una réplica, y a declinar entrevistas radiotransmitidas e invitaciones a dar declaraciones, a participar en debates sobre la actualidad económica, o a continuar escribiendo sobre temas coyunturales.

Siguiendo una venerable tradición periodística nacional, se ha tratado de convertir mi discrepancia conceptual acerca de temas importantes, en una confrontación personal inexistente con los funcionarios del Gobierno. Con Andrés Pastrana y Juan Manuel Santos tengo lazos de amistad que en ambos casos se remontan a la generación anterior. No vacilo en extenderle a Juan Mario Laserna, la entrañable amistad que siento por su padre. Y difícilmente puedo sentir animadversión por Juan Carlos Echeverry, a quien no conozco personalmente. Sucede simplemente que estoy en desacuerdo con la evaluación gubernamental del desempeño

económico en el año pasado y con el manejo de la política fiscal y de endeudamiento externo. Es saludable que estas diferencias se ventilen públicamente.

Pero las razones que aconsejan distanciarme de la polémica pública que suscité de manera inadvertida son de naturaleza distinta a las consideraciones de amistad personal o a un temperamento conciliador. Le debo una explicación respecto a los motivos que me impiden complacerlos, tanto a quienes por amistad me invitan a continuar el debate, como a quienes lo hacen desde los medios de comunicación social.

La desmoralización de los partidos tradicionales y la consiguiente atomización de las fuerzas políticas, conduce a que, para impulsar iniciativas gubernamentales en el parlamento, se requiera ‘aceitar la maquinaria del Congreso’

El país tiene una abundante oferta de análisis económico. Si en algo ha habido progreso en los últimos treinta años, es en la cantidad y en la calidad, tanto de datos como de análisis, sobre la economía colombiana. Cuando apareció el primer número de Coyuntura Económica, en 1971, era algo novedoso. En la actualidad, el país dispone de excelentes analistas económicos en universidades, centros de investigación, en oficinas particulares o entidades gremiales, y de múltiples publicaciones especializadas en temas económicos y financieros. El Informe de la Junta Directiva al Congreso, que publica la Revista del Banco de la República, es un ensayo de macroeconomía aplicada que debería ser lectura obligada para

universitarios, políticos, magistrados de la Corte Constitucional y en general, para quienes conforman la opinión pública culta.

A quienes me solicitan que, luego de haber descrito los problemas económicos más apremiantes (desorden fiscal y excesivo endeudamiento) ofrezca soluciones, respondo de la siguiente manera. El incremento desmesurado del gasto del Gobierno Central, más que un problema económico, es un problema de gobernabilidad, un problema político. La desmoralización de los partidos tradicionales y la consiguiente atomización de las fuerzas políticas, conduce a que, para impulsar iniciativas gubernamentales en el parlamento, se requiera ‘aceitar la maquinaria del Congreso’, es decir, obtener el apoyo requerido, a cambio de partidas regionales e incrementos de cuotas burocráticas.

El intercambio mencionado se convierte en un arreglo simoníaco con gravísimas consecuencias para la legitimidad institucional y la estabilidad misma del sistema democrático. Hace nugatoria la separación de poderes y los *checks and balances* que protegen a la ciudadanía en una democracia, destruye la capacidad fiscalizadora del legislativo, perpetúa la corrupción al convertir la venalidad en parte integral del sistema y, por supuesto, imposibilita la reducción del gasto burocrático. La ciudadanía queda doblemente desprotegida: 1. al desaparecer la capacidad de corregir los abusos de la clase política que surgen de este juego de complicidades compartidas; y 2. al tener que financiar con mayores impuestos y creciente endeudamiento el espiral de gasto implícito en el esquema. (Cuando se conozcan las cifras definitivas del incremento de gasto público en 2001, el cual califiqué de desmesurado, podrá comprobarse que no estaba recurriendo a la hipérbole.)

Este mecanismo, activado en el gobierno anterior y continuado en el actual, produce la combinación de déficit

fiscales financiados con deuda externa que constituye la versión contemporánea de ¡*Après nous, le déluge!*! Ésa historia tiene un final trágico.

Es válida la observación de que no basta con hacer el diagnóstico del problema. Así pues, sin hacerme ilusiones, ofrezco imparcialmente una modesta lista de sugerencias a quienes aspiran a gobernar el país a partir del mes de agosto.

1. Absténgase de hacer promesas electorales que impliquen aumentar el gasto público. Va a encontrar las arcas vacías, porque los ingresos corrientes del Gobierno Central sólo alcanzan a cubrir los gastos de funcionamiento de enero a julio. El acceso al crédito externo se está haciendo más costoso y no demora en cerrarse por completo.

2. Proponga desde ahora un acuerdo de gobernabilidad (y casi podría decirse, de salvación nacional) suscrito por todos los grupos políticos, independientemente de cuál gane. El acuerdo tendría la siguiente agenda:

a) Desmontar el arreglo simoníaco para devolverle la independencia al Congreso, combatir la corrupción y darle transparencia a las relaciones entre ejecutivo y legislativo.

b) Poner fin a la secuencia de déficit fiscales y creciente endeudamiento externo, antes de que la comunidad financiera internacional se lo imponga al país, después de un colapso económico y social traumático.

c) Compartir el desgaste político implícito en un verdadero programa de ajuste y saneamiento fiscal, y en los cambios en la legislación laboral requeridos para la generación masiva de empleo productivo. Los pactos de la Moncloa, suscritos por el Gobierno y la oposición, incluido el Partido Comunista, durante la transición a la democracia en España, pueden servir como puntos de referencia y eventualmente como modelos a adoptar.

3. Antes de seleccionar al ministro de Hacienda, haga instalar un letrero sobre la puerta de su despacho, similar al que describe la Divina Comedia de Dante a la entrada del infierno: “Aban-

donad toda esperanza de candidaturas presidenciales quienes entráis aquí.”

Es poco funcional tener tres ministros de Hacienda durante un cuatrenio. Y es un grave error encomendarle a precandidatos presidenciales el ejercicio de la disciplina financiera.

Además de estar *compos mentis* y disponible por cuatro años, la persona escogida debe cumplir los siguientes requisitos mínimos:

a. Ser economista profesional con estudios de posgrado, preferiblemente a nivel PhD.

b. Dominar el inglés.

(Pido disculpas a la Sorbona, a la Universidad de Salamanca y a la Real Academia, pero así es el mundo en el siglo XXI. Y de paso, esta sugerencia a

**“Los pactos de la
Moncloa (...), pueden
servir como puntos
de referencia y
eventualmente
como modelos
a adoptar.”**


una universidad capitalina, alma mater de políticos conservadores: dejen de encimarlo un doctorado en economía a los egresados de la Facultad de Derecho).

Celebro haber desinflado el mito de equiparar el campeonato de endeudamiento externo con los triunfos automovilísticos, esos sí auténticos, de mi pariente Juan Pablo Montoya. El galardón de la Revista IFR es tan poco digno de aplauso como sería para una persona ganarse el premio en un club social por haber firmado el mayor número de vales en el bar, o de una tarjeta de crédito por haber acumulado el mayor saldo deudor. Así lo entienden los mercados de capital. Simultáneamente con

la entrega del cuestionable premio en Londres, la agencia evaluadora Fitch redujo la calificación de los bonos de deuda externa colombianos.

Si en algo contribuí a crear conciencia acerca de la gravedad del problema fiscal, no fue en vano la trasnochada prenavideña. Parafraseando a Unamuno, me duele Colombia. Se dice que los países toman las decisiones correctas después de haber agotado todas las alternativas. Ojalá, en este caso, se detenga a tiempo la marcha hacia el abismo para que el país no inicie el siglo XXI con la crisis de endeudamiento que logró evitar en la década del ochenta.

Mi reticencia a proseguir en este debate tampoco obedece al temor a la controversia. Creo haber dado pruebas suficientes de mi disposición de dar batallas cuando lo consideré necesario. Pero tampoco salgo como el Caballero de la Triste Figura, a buscar pleitos por entretención. La experiencia me ha enseñado que, como bien le advertía aquel a Sancho Panza, “no siempre hemos de encontrar palacios donde nos regalen, sino también fondas donde nos apaleen.” Por ése motivo, prefiero conservar la iniciativa respecto a cuándo, dónde y cómo voy a dar una batalla.

Traté de averiguar cuál nervio colectivo pude haber tocado con un artículo cuyas cifras eran todas de conocimiento público. Se me explicó que el actual gobierno maneja con maestría los medios de comunicación, y que mi evaluación estaba en franca contradicción con la que hábilmente había difundido el equipo económico. Asimismo, aprendí que quien estuviera al tanto de los factores reales de poder en Colombia, comprendería que no se considera políticamente correcto discrepar abiertamente del actual Ministro de Hacienda. Buena parte de la conmoción suscitada obedeció a que, sin darme cuenta, había incurrido en una infracción de lesa majestad. La alusión al exabrupto infantil respecto al traje del emperador, resultó ser aún más apropiada de lo que me había imaginado 



La posición de la Contraloría General de la República sobre la medición del déficit fiscal

Carlos Ossa Escobar*

Después del debate suscitado por la publicación del primer número del Boletín de Transparencia Fiscal de la Contraloría General de la República, en relación con la medición del déficit fiscal del Gobierno Nacional Central durante el período 1999-2001, y una vez conocidas las posiciones de los asesores del ministerio de Hacienda, del Banco de la República, del representante oficial de Colombia ante el Fondo Monetario Internacional –FMI–, así como también aquellas provenientes de analistas económicos. Este artículo resume el segundo número de este Boletín que presenta una ampliación y profundización de la posición de la Contraloría con el objetivo de generar transparencia fiscal. En primer lugar se discute por qué el debate sobre el déficit no es irrelevante; en segundo lugar se presenta el planteamiento de la Contraloría; en tercer lugar, se demuestra la incoherencia entre las decisiones y la metodología; en cuarto lugar, se evidencia una controversia dentro del híbrido; y, finalmente, por qué está subestimado el déficit consolidado para el sector público.

* Contralor General de la República

La medición del balance fiscal público no es irrelevante

Colocar a la economía en una trayectoria de crecimiento sostenible dentro de un ámbito global de estabilidad macroeconómica, debe ser parte de una estrategia fundamental de largo plazo para el manejo de la política económica. La responsabilidad por los resultados de estabilización recae en una gestión fiscal inapropiada que ha producido desequilibrios internos y externos de carácter estructural, cuya causa fundamental se reproduce continuamente al interior de un régimen tributario nacional y regional regresivo, inflexibilidad para modificar la composición del gasto público, la financiación con deuda de gasto improductivo, lo cual, entre otras, explica que simultáneamente se presente un desequilibrio fiscal con bajo crecimiento, alto desempleo y alta concentración del ingreso y riqueza.

La mejor manera de empezar a subsanar estos desequilibrios, es evitando las sorpresas fiscales que se presentan año tras año, e incluso, dentro de un mismo año, las cuales están condicionando el desempeño de las demás variables macroeconómicas. La causa de estos problemas es la falta de una pro-

gramación financiera creíble. Y su credibilidad se pone en duda porque las proyecciones fiscales con registros de caja sólo sirven para prever problemas de liquidez, pero con la gran deficiencia en relación con la incertidumbre que generan las contingencias no cuantificadas. En este momento el país no sabe cuánto tiene (derechos), ni cuánto debe (obligaciones).

Es entonces imprescindible que una contabilidad adecuada de los derechos contingentes tenga un marco intertemporal. No hay que ir muy lejos para entender que la contabilidad por partida doble es la indicada para tener claridad sobre la solvencia del sector público en cualquier momento. La segunda edición del Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas del Fondo Monetario Internacional está orientado en esta dirección, la cual, a diferencia de los registros oficiales vigentes, incorpora una base de registro devengado (o causado) y armoniza las estadísticas de finanzas públicas con el Sistema de Cuentas Nacionales (1993).

El planteamiento de la Contraloría

En el Cuadro 1 se ilustra la medición del balance fiscal del Gobierno Nacional Central, como la diferencia entre los in-

gresos recaudados y los pagos efectivos realizados directamente por la Tesorería. Entre 1990 y 1998, el déficit oficial del Gobierno arrojó esa diferencia, pero a partir de 1999, se incluyó un rubro adicional, llamado "ajustes por causación", antes de calcular ese déficit oficial. Precisamente, ese rubro explica la disminución del déficit después de 1999. De ahí surgieron los interrogantes de la Contraloría, encontrando que buena parte de esos ajustes son atribuidos a la llamada deuda flotante, que es la variación de las obligaciones o cuentas pendientes de pago entre un año y otro. Así lo define el Manual de 1986 del FMI¹.

La Contraloría analiza esta situación aplicando diferentes grados de rigor. Para el caso de mayor rigor metodológico, toma como referente lo que al respecto plantea el Manual de 1986, cuando establece que la deuda flotante no debe hacer parte de la medición del balance fiscal y únicamente servirá como partida informativa para efectos de política monetaria y crediticia. Posteriormente, se cuestiona por qué la definición de la deuda flotante se altera con respecto a la definición establecida en el Manual, para

¹ El eje central de este Manual es el registro de las transacciones financieras públicas con una base de caja.

CUADRO 1. BALANCE FISCAL DEL GOBIERNO NACIONAL CENTRAL (Porcentaje del PIB)

Concepto	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Ingresos totales (1)	10,3	12,1	12,6	13,5	13,3	13,0	13,5	14,1	11,8	12,6	13,4	14,7
Tributarios	9,3	10,6	11,2	11,5	11,6	11,1	11,4	12,1	10,5	10,8	11,6	13,1
Resto	1,0	1,5	1,4	2,0	1,7	1,8	2,1	2,0	1,3	1,8	1,8	1,6
Pagos totales (2)	11,2	12,4	14,5	14,3	14,9	15,6	17,6	18,2	16,9	19,7	19,5	20,7
Funcionamiento	7,7	7,9	8,8	10,2	11,0	11,6	12,5	12,8	12,1	14,3	13,4	14,2
Intereses	1,3	1,4	1,2	1,3	1,3	1,4	2,1	2,3	2,9	3,4	3,9	3,9
Inversión	2,0	2,3	2,4	2,2	2,3	2,4	2,6	2,9	1,6	1,5	1,6	1,8
Préstamo neto	0,2	0,7	2,1	0,5	0,2	0,2	0,5	0,2	0,3	0,5	0,6	0,8
Déficit de caja (3) = (1) - (2)	-0,9	-0,3	-1,9	-0,9	-1,6	-2,6	-4,2	-4,1	-5,1	-7,1	-6,1	-6,0
Ajustes por causación (4)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	-0,1	-0,9
Deuda flotante										0,9	-0,1	-1,0
Otros										-0,2	0,0	0,1
Déficit oficial (5) = (3) + (4)	-0,9	-0,3	-1,9	-0,9	-1,6	-2,6	-4,2	-4,1	-5,1	-7,8	-6,0	-5,1
Costos reestruct. financiera (6)										0,0	0,4	0,7
Déficit por financiar (7) = (5) + (6)	-0,9	-0,3	-1,9	-0,9	-1,6	-2,6	-4,2	-4,1	-5,1	-7,8	-6,4	-5,8

Fuente: Confis.

incorporar la variación de las reservas presupuestales, es decir, la variación del rezago presupuestal².

Así mismo, la Contraloría también cuestiona por qué el déficit oficial deja por fuera los costos de la reestructuración financiera, toda vez que el mismo Gobierno es quien lo está financiando. Estos costos representaron 0,4% del PIB en 2000 y 0,7% del PIB en 2001. No hay razón, ni argumento técnico válido, para dejar por fuera gastos que en realidad están siendo financiados por el Gobierno, es decir, el déficit oficial estaría subestimado precisamente en esos montos si se compara con sus fuentes de financiamiento.

Es por esta razón que la Contraloría argumenta que, sin considerar los ajustes por causación e incorporando los costos de la reestructuración financiera, el déficit del Gobierno sería de 7,1%, 6,5% y 6,7% del PIB para 1999, 2000 y 2001, respectivamente, en vez de las cifras del Gobierno de 7,8%, 6,0% y 5,1%, para los mismos años.

Visto lo anterior de manera gráfica, se evidencia una significativa diferencia al observar las tendencias del ajuste fiscal. Es innegable que hubo un ajuste fiscal a partir de 2001, pero no de la magnitud que el Gobierno señala (Gráfico 1).



CUADRO 2. DÉFICIT DEL GOBIERNO NACIONAL CENTRAL

Concepto	1999	2000	2001
Miles de millones \$:			
Déficit de caja	-10.728	-10.263	-11.203
Costos reestructuración sector financiero	1	666	1.303
Déficit gobierno	-10.729	-10.929	-12.506
Porcentaje del PIB:			
Déficit de caja	-7,1	-6,1	-6,0
Costos reestructuración sector financiero	0,0	0,4	0,7
Déficit gobierno	-7,1	-6,5	-6,7
Fuente: Confis.			

Incoherencia entre las decisiones y la metodología

El punto de fondo en este debate es la inestabilidad metodológica y conceptual que desde 1999 ha tenido el rubro 'ajustes por causación' en la medición del déficit del Gobierno Central y algunas otras entidades como Telecom. El tratamiento que el Gobierno le ha dado a este rubro tuvo, en sólo cinco meses (diciembre de 1999 a abril de 2000), un cambio en la definición de la deuda flotante, y, ahora último (2001 y 2002), ocasionó el registro impreciso de las cuentas de Telecom.

En el caso del Gobierno Nacional Central, la Contraloría cuestiona la intención que existió en la decisión de incorporar la variación de las reservas presupuestales como parte de la deuda flotante, y el efecto que esta decisión tuvo en el déficit oficial del Gobierno para los años 1999 y 2000. Como es bien conocido, el acuerdo que se firmó con el FMI, en diciembre de 1999, estableció como deuda flotante la variación de las cuentas por pagar, porque esa es la definición que trae la primera edición del Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas del FMI de 1986³. Esto incluso se reafirma en la carta de intención que el Gobierno de Colombia envió al Director Gerente del FMI en diciembre 3 de 1999, la cual dice, en uno de sus apartes, que: "*The public sector net domestic financing*

*comprises: ... (iv) the change in the floating debt (cuentas por pagar) of the central administration (from march 2000 the floating debt of the principal public enterprises also will be reported and included)*⁴.

Para los efectos analíticos que requiere la Transparencia, hay que destacar un elemento adicional que no ha sido considerado en todo este debate: el mismo plan financiero para el año 2000, aprobado por el Confis en diciembre de 1999, preveía que la variación de las cuentas por pagar o deuda flotante era una fuente de generación de mayor déficit para 2000:

² El rezago presupuestal son las apropiaciones que no se pagan durante la vigencia. Una parte se obliga y constituye cuentas por pagar, y la otra se reserva, sin que exista obligación.

³ El Departamento de Estadísticas del FMI elabora las metodologías para la recopilación, registro y clasificación de las estadísticas macroeconómicas como cuentas monetarias, balanza de pagos, cuentas nacionales y, por supuesto, estadísticas de finanzas públicas. A la fecha existen dos manuales de finanzas públicas, publicados por ese departamento en 1986 y 2001. La diferencia es que el último tiene una base de registro devengado o causado de las transacciones financieras y operaciones económicas del sector público, mientras que el primero tiene la base de registro de caja. Este cambio se debió, entre otros, por la imperiosa necesidad de garantizar coherencia en la base de registro con las demás estadísticas macroeconómicas, especialmente con el sistema de cuentas nacionales. Estos manuales son el referente conceptual y metodológico que deben seguir tanto las autoridades económicas de los distintos países, como los mismos funcionarios del FMI que van en misión evaluando la política económica de los diferentes países. En el caso de Colombia, el acuerdo firmado en diciembre de 1999 con el FMI fue suscrito por el Ministerio de Hacienda y el Banco de la República por parte de las autoridades económicas del país.

⁴ Carta de Intención dirigida por el Ministro de Hacienda y el Gerente General del Banco de la República al Director Gerente del FMI, Mr. Michel Camdessus, el 3 de diciembre de 1999.

• Dado que con las cifras presupuestales y las metas actuales de pagos se está generando un aumento en las cuentas por pagar frente al saldo a diciembre 31 de 1999 de \$550 MM, equivalente a 0.3% del PIB, es importante tomar las medidas necesarias para garantizar que no se genere deuda flotante durante el año 2000, de acuerdo con lo establecido en las metas fiscales incluidas en el acuerdo con el FMI⁵.

Más adelante, el mismo documento recalca lo anterior, al hacer explícita la siguiente recomendación:

• Se recomienda un recorte o aplazamiento del Presupuesto General de la Nación de manera tal que se garantice que no se generará un incremento en las cuentas por pagar del saldo de las mismas a diciembre 31 de 1999. Esto, con el fin de cumplir las metas establecidas con el FMI⁶.

Esto quiere decir que hubo coherencia en lo que respecta a la definición de deuda flotante, lo cual fue incorporado en el Acuerdo inicial con el FMI—no obstante, el Manual de 1986 definió que la deuda flotante no debería hacer parte de la medición del balance fiscal⁷—. Pese a estas advertencias y recomendaciones, el documento Asesores Confis 02 de abril 24 de 2000, cinco meses después de firmado el acuerdo con el FMI, refiriéndose al cierre de 1999, afirmaba de manera inconsistente que:

• El déficit del Sector Público No Financiero fue inferior en \$1.6 billones al estimado en el Acuerdo. El holgado cumplimiento de la meta fiscal, así como el comportamiento del rezago presupuestal que permitió dicho resultado que se explica más adelante, *propiciaron el análisis de la conveniencia* de involucrar la variación de la totalidad de los compromisos y obligaciones del Gobierno Nacional Central (la variación del rezago presupuestal), y no sólo la variación en las cuentas por pagar, en la contabilidad del déficit fiscal (cursiva fuera de texto).

Esto significa, sin ambages, que se incorporaba la variación de las reservas presupuestales en el cálculo de la

deuda flotante. Sin embargo, no se ve coherencia de estos argumentos frente a los que se produjeron por los asesores técnicos del Ministerio de Hacienda, en respuesta a la Contraloría el pasado 15 de febrero:

• El concepto más amplio de déficit fiscal, utilizado en Colombia por el Ministerio de Hacienda y el Fondo Monetario Internacional, tiene por objetivo medir el impacto del déficit fiscal *sobre la demanda agregada y sobre la actividad económica del país*. Esta medición amplia requiere metodologías e informaciones que no están totalmente desarrolladas en nuestro país. Dadas estas *restricciones*, la medición actual del déficit es el mejor estimado posible (...) El Ministerio de

En otras palabras, en 2000, las reservas presupuestales para medir la deuda flotante, se incluyeron por conveniencia y, en 2002, por coherencia macroeconómica.

¿Cuál es la razón de la conveniencia?, ¿cuál es su naturaleza?

Para identificar el tipo y naturaleza de la conveniencia de este cambio metodológico, hay que analizar primero la implicación que tenía, sobre el déficit oficial, el registro de unos ajustes por causación con una deuda flotante definida como la variación en las cuentas por pagar y, posteriormente, analizar el mismo cálculo pero adicionándole la variación de las reservas a la variación de las cuentas por pagar, es decir, incorporando toda la variación del rezago.

El Cuadro 3 ilustra el impacto en el déficit de los ajustes por causación cuando la deuda flotante está medida como la variación de las cuentas por pagar, lo cual está en la dirección correcta con lo firmado en el acuerdo con el FMI. El impacto que se obtiene es un incremento del déficit oficial de 6,8% del PIB en 1999 a 7,2% del PIB en 2000.

Pero el impacto de los ajustes por causación va a ser diferente cuando la deuda flotante esté medida como la variación del rezago presupuestal, es decir, si a la variación de las cuentas por pagar se le adiciona la variación de las reservas presupuestales. El Cuadro 4 ilustra que se obtiene un efecto magnificado y totalmente contrario al presentado en el Cuadro 3. El déficit oficial se reduce de 7,8% del PIB en 1999 a 6,0% del PIB en 2000, es decir, se presenta un ajuste de 1,8% del PIB entre 1999 y 2000.

⁵ Documento Asesores Confis 12/99, diciembre 21 de 1999, pág. 13. Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

⁶ *Ibidem*, pág. 35.

⁷ Boletín Transparencia Fiscal No. 1, enero de 2002, págs. 4 y 5. Contraloría General de la República.

CUADRO 3. IMPACTO DE LOS AJUSTES POR CAUSACIÓN EN EL DÉFICIT (deuda flotante = variación cuentas por pagar)

Concepto	1999	2000
Porcentaje del PIB:		
Déficit de caja	-7,1	-6,1
Ajustes por causación	0,3	-1,1
Deuda flotante	0,2	-1,1
Variación cuentas por pagar	0,2	-1,1
Otros	0,2	0,0
Déficit oficial	-6,8	-7,2

Fuente: Confis.

Hacienda está *utilizando la contabilidad de causación* para lograr este propósito (...) Colombia adoptó esta metodología al incluir las operaciones causadas como parte del déficit fiscal, en particular el rezago presupuestal (cuentas por pagar y reservas presupuestales) *de algunas entidades públicas*. En este sentido, en el caso del Gobierno Nacional Central, la decisión de incorporar *operaciones causadas implicó que las apropiaciones presupuestales comprometidas serían los gastos que efectivamente se contabilizarían como parte del déficit de la administración central, independientemente de que éstos se pagaran durante el año vigente o el siguiente*. (cursiva fuera de texto).

CUADRO 4. IMPACTO DE LOS AJUSTES POR CAUSACIÓN EN EL DÉFICIT (deuda flotante = variación del rezago presupuestal)

Concepto	1999	2000
Porcentaje del PIB:		
Déficit de caja	-7,1	-6,1
Ajustes por causación	-0,7	0,1
Deuda flotante	-0,9	0,1
Variación cuentas por pagar	0,2	-1,1
Variación reservas	-1,0	1,2
Otros	0,2	0,0
Déficit oficial	-7,8	-6,0

Fuente: Confis.

CUADRO 5. EVOLUCIÓN DEL REZAGO PRESUPUESTAL (miles de millones de pesos)

Tipo	A dic. 1999	A dic. 2000	A sep. 2001
Reservas	3.041	966	1.933
C x P	1.679	3.610	866
Total	4.720	4.576	2.799
Variaciones:			
Reservas	1.274	-2.075	967
C x P	-243	1.931	-2.744
Total	1.031	-144	-1.777

Fuente: DGP - MHCP.

Al observar, en el Cuadro 5, el comportamiento del rezago presupuestal, sus componentes y sus variaciones entre 1999 y 2000, se aprecia claramente el efecto de cambiar el concepto de deuda flotante. Al considerar lo acordado con el FMI en diciembre de 1999, cuando la deuda flotante se medía como la variación de las cuentas por pagar, en 2000 éstas se incrementaron en \$1,9 billones, lo cual aumentaba automáticamente el déficit oficial en esta misma cantidad. Pero si se cambiaba el concepto de deuda flotante, para adicionar la variación de las reservas presupuestales, es decir, la variación de todo el rezago presupuestal, el déficit oficial se reduciría en \$144 MM, dado que las reservas presupuestales cayeron en \$2 billones con respecto a 1999, como se aprecia en el Cuadro 5.

Una controversia dentro del híbrido

Dejando de lado el rigor metodológico que defiende la Contraloría, es

decir, en gracia de presentar cabal y técnicamente la discusión, en el caso hipotético de ser flexibles en aceptar los argumentos del Gobierno, de que sea la variación del rezago la definición de deuda flotante, entonces, surgen unas preguntas que hacen interesante una controversia dentro del híbrido:

- ¿Por qué no se aplica este cambio metodológico de manera homogénea para todas las entidades que hacen parte de la medición del balance fiscal? ¿Por qué se actúa de manera selectiva y se aplica solamente para algunas entidades y no para todo el universo del sector público, o por lo menos para la muestra que maneja el Gobierno?

- ¿Qué pasa con el déficit fiscal del sector público consolidado si la deuda flotante, definida como la variación del rezago presupuestal, se extien-

de, por ejemplo, a las entidades territoriales y a las empresas públicas?

- ¿Por qué no se toma todo el rezago presupuestal para el cálculo de la deuda flotante?

La respuesta a la segunda pregunta implica que no se ha considerado la deuda flotante para las entidades terri-

toriales, la cual se incrementó en \$170 MM para 1999 (0.11% del PIB) y \$606 MM para 2000 (0.36% del PIB). Igualmente para las empresas públicas del orden nacional, no se consideró la deuda flotante, la cual se incrementó en \$361 MM (0.24% del PIB) para 1999 y \$586 MM 2000 (0.36% del PIB). Es decir, para 1999 el déficit fiscal está subestimado, en por lo menos, 0.35% del PIB y en 0,71% del PIB para 2000.

Subestimación del déficit fiscal consolidado

La Contraloría no defiende *per se* una metodología de caja, aunque por razones de Transparencia Fiscal y de guardar la coherencia histórica de las estadísticas fiscales, sería preferible mantenerse en esa metodología, antes que afincarse en un híbrido que no arroja más que opacidad y dificultad para armonizar las estadísticas macroeconómicas. En estos momentos, la mejor alternativa es garantizar una transición transparente y consistente de caja a causación, mientras se adopta la segunda edición del Manual de Finanzas Públicas del FMI.

Las diferencias entre los resultados del balance fiscal para el sector público consolidado, medido exclusivamente en base de registro caja, frente al híbrido que incorpora los "ajustes por causación" se ilustran en el Cuadro 6.

CUADRO 6. DÉFICIT CONSOLIDADO SECTOR PÚBLICO

Sector	1999	2000	2001
Miles de millones \$:			
SPNF	-8.073	-7.836	-10.607
Banco República	608	877	1.327
Fogafin	828	30	299
Total caja	-6.637	-6.929	-8.981
Híbrido oficial	-5.518	-8.271	-5.862
Diferencias	1.119	-1.342	3.119
Porcentaje del PIB:			
SPNF	-5,4	-4,6	-5,6
Banco República	0,4	0,5	0,7
Fogafin	0,6	0,0	0,2
Total caja	-4,5	-4,1	-4,8
Híbrido oficial	-5,4	-3,5	-3,3
Diferencias	-1,0	0,6	1,4

Fuente: Confis.

CRÓNICA MACROECONÓMICA

Diciembre 4 de 2001. La inflación se va ajustando a la meta. En noviembre, la inflación a 12 meses llegó a 7.78%, con una variación de 0.12% frente al mes anterior y de 7.28% en lo corrido del año. Los incrementos anuales de los precios de la vivienda, el vestuario y el transporte, que representan 50% de la canasta del IPC, contribuyeron a la baja de la inflación.

Diciembre 5. Rusia acepta reducir las exportaciones de petróleo.



Cediendo a las demandas de la Opep, Rusia accedió a recortar su oferta exportadora en 150,000 barriles diarios de crudo a partir del 1º de enero de 2002. El cartel había condicionado una reducción de 1.5 millones de barriles diarios sólo si los principales países exportadores no miembros de la Opep, Rusia, Noruega y México, disminuían conjuntamente sus ventas en 500,000 barriles. El precio del petróleo reaccionó al alza

ubicándose en US\$19.49 por barril.

Diciembre 6. Crecen las áreas licenciadas. En las 9 principales áreas metropolitanas, las áreas aprobadas para la construcción aumentaron 22.09% anual en octubre. En lo corrido del año el incremento ha sido de 10.55%, acumulando más de 4.6 millones de metros cuadrados.

Diciembre 11. La Reserva Federal actúa de nuevo. Por onceava vez en el año, el Fed redujo la tasa de los fondos federales. La rebaja de 0.25 puntos la deja en 1.75%, el nivel más bajo desde julio de 1961. La disminución de la misma magnitud ubicó la tasa de descuento en 1.25%, la más baja desde 1948. Con tasas de interés reales negativas, la máxima autoridad estadounidense busca reanimar a la economía.

Diciembre 13. Las exportaciones disminuyeron en octubre. Se mantuvo la tendencia observada desde hace algunos meses: las exportaciones tradicionales siguieron decreciendo (a -15.7% anual), mientras que las no tradicionales perdieron impulso al aumentar 13.1%. Como resultado de lo anterior, las exportaciones totales cayeron -1.9%.

Diciembre 20. Se va De la Rúa. En medio del caos

provocado por los saqueos y las protestas, que arrojaban una cifra de 20 muertos, Fernando De la Rúa renunció a la presidencia argentina, un día después de que lo hiciera su ministro de economía Domingo Cavallo. La prolongada recesión expresada en un desempleo de 18.3% y las restricciones sobre la disponibilidad del dinero del público, entre otros factores, le restaron el apoyo popular y político al gobierno.

Enero 2 de 2002. Asume Eduardo Duhalde en Argentina.



Eduardo Duhalde, del Partido Justicialista (Peronista), ex gobernador de la provincia de Buenos Aires y ex senador por la misma, fue elegido por el Congreso argentino para ocupar la presidencia hasta diciembre de 2003.

Enero 4. Inflación: por debajo de la meta. En 7.65% se ubicó la inflación anual, inferior en 0.35 puntos a la meta establecida por el Banco de la República. El

componente de alimentos fue el que más presionó el alza, pues además de ser el de mayor ponderación en la canasta, tuvo un incremento en sus precios de 10.55%. Por el contrario, contribuyeron a moderar el resultado la vivienda y el vestuario, con inflaciones de 4.25% y 2.63% respectivamente.

Enero 9. Se rompen los diálogos con la guerrilla. La negativa de las Farc a aceptar controles en la zona aledaña al Caguán, motivó la ruptura de los diálogos entre el Gobierno y la guerrilla. El presidente Andrés Pastrana exigió al grupo insurgente la entrega de la zona de despeje en 48 horas. La incertidumbre en los mercados financieros elevó en 40 puntos básicos los *spreads* de los bonos colombianos.

Enero 15. Se reanudan las conversaciones con la guerrilla. Con la intermediación de la Secretaría General de las Naciones Unidas y del grupo de 10 países miembros de la Comisión Facilitadora, se reanudaron los diálogos de paz con las Farc. A pesar de la continuación de las conversaciones, el *spread* colombiano se ubicó en 575 puntos básicos, 6 unidades por debajo de la jornada anterior, pero 56 puntos por encima del observado en la jornada previa al rompimiento de los diálogos.

CRÓNICA MACROECONÓMICA

Enero 21. El emisor reduce las tasas de interés.



La Junta Directiva del Banco de la República hizo efectiva la disminución anunciada el viernes 18 de enero. La primera reducción del año, tras las siete que aplicó durante 2001, modificó los tipos de interés así: la ventanilla lombarda de expansión pasó de 12.25% a 11.75%, la mínima de corte de la subasta de expansión, de 8.5% a 8.0%; la máxima de corte de la subasta de contracción, de 7.5% a 7.0%; y la lombarda de contracción, de 6.25% a 6.0%.

Enero 22. Preocupación por la revaluación del peso.

En lo corrido del año, el dólar ha caído \$48 pesos, cerrando a \$2,247.29. Pese a que el Gobierno ha anunciado que no monetizará recursos provenientes del exterior, la incertidumbre aumenta la revaluación debido a que los agentes liquidan posiciones en moneda extranjera. Sin embargo, se espera una reversión en la tendencia, pues los

forwards sobre divisa a tres y seis meses se negocian con una devaluación anual de 6.62% y 7.60% respectivamente.

Enero 30. El Gobierno lleva a cabo canje de deuda.

El canje, consistente en el cambio de TES de corto y mediano plazo atados a la TRM por títulos de renta fija con vencimiento a 10 años, aumentó, redujo la exposición en dólares y disminuyó el costo de la deuda en el corto plazo. Se canjearon US\$325 millones en papeles con vencimientos entre junio/2002 y marzo/2006 a una tasa de 14.6%. Desde el anuncio de la medida, el 24 de enero, el dólar ha subido \$30, ya que los inversionistas reclaman más dólares para recomponer sus posiciones en moneda extranjera.

Enero 31. Foros enfrentados.

Iniciaron el Foro Económico Mundial, que se trasladó de Davos (Suiza) a Nueva York, y el Foro Social Mundial, en Porto Alegre (Brasil), con visiones opuestas sobre la globalización. Como es ya tradicional, se espera que el primero de ellos enfrente las protestas de grupos antiglobalización.

Febrero 3. Duhalde anuncia un nuevo paquete de medidas económicas.

Libre flotación del dólar, anulación del anterior tope

de retiro de \$1,500 pesos argentinos mensuales para los salarios depositados en cuentas bancarias, pesificación de los depósitos en dólares a 1.40 pesos, paridad de 1 dólar por 1 peso para todos los créditos y un proyecto de presupuesto que contempla un déficit de 3,000 millones de pesos, se encuentran entre las principales medidas.

Febrero 5. El costo de vida sigue cayendo.

En enero, la inflación anual llegó a 7.37%, mientras que la mensual se ubicó en 0.80%. El registro anual es el más bajo desde enero de 1970, año en el que el costo de vida se incrementó 7.36%.

Febrero 11. El precio del café en el peor nivel histórico.

La libra de café cotizó a 57.1 centavos de dólar en Nueva York. En dólares constantes, es la menor cifra registrada desde hace un siglo. La sobreoferta de café en el mercado es la causante de los bajos precios internacionales.

Febrero 11. Argentina estrena régimen cambiario.

En el primer día de libre flotación cambiaria, que de acuerdo con el cronograma oficial debía haber empezado el 6 de febrero, el dólar cotizó a 2.30 pesos. El actual esquema reemplaza al modelo de tipo de cambio doble instaurado por el gobierno de Duhalde, en

el que se fijaba el dólar a 1.40 pesos para el comercio exterior, y un mercado libre que operó hasta el 1° de febrero, cuando el precio del dólar llegó a 2.10 pesos.

Febrero 13. Venezuela deja flotar el Bolívar.



Se abolió la medida que establecía la banda cambiaria. La divisa, que abrió a B\$799/US\$, cerró con una cotización de \$B980/US\$, con una devaluación de 22.6% en la jornada. La medida genera incertidumbre para las exportaciones colombianas al país vecino, ya que hasta el año pasado la balanza comercial había sido superavitaria como consecuencia de la sobrevaluación del bolívar.

Febrero 15. El gobierno norteamericano revive el Atpa.

Ante la demora del Congreso estadounidense para aprobar una nueva ley que amplíe las ventajas arancelarias del Atpa, cuya vigencia expiró el 4 de diciembre de 2001, la administración Bush extendió la medida por 90 días a los más de 1,000 productos provenientes de

CRÓNICA MACROECONÓMICA

Colombia, Bolivia, Ecuador y Perú, que no deberán pagar arancel para ingresar al mercado de Estados Unidos.

Febrero 20. Aumenta el valor de las cesantías.

Entre el 1° de enero y el 15 de febrero de 2002, el recaudo de cesantías de los fondos privados ascendió a 1 billón 23 mil millones de pesos, con un incremento de 22.7% anual. Pese a que el plazo para la consignación vencía el 14 de febrero, varios empleadores ingresaron 95,000 millones con un día de retraso.

Febrero 20. El sistema financiero cerró 2001 con utilidades.

A \$297,274 millones ascendieron las utilidades del sector financiero en 2001, después de tres años consecutivos de pérdidas. El sector privado nacional y el extranjero reportaron ganancias por \$385,711 millones y \$65,853 millones respectivamente, mientras el público perdió -\$153,795 millones.

Febrero 20. Se acaban los diálogos con las Farc.

El presidente de la República Andrés Pastrana decidió dar fin a la zona de distensión y acabar con el proceso de paz, ante la evidencia del uso ilegal de la zona despejada por parte del grupo guerrillero. Los diálogos duraron 1140 días.

Febrero 21. Los mercados reaccionan a la ruptura del proceso de paz.

En una jornada marcada

por el nerviosismo, la Tasa Representativa del Mercado (TRM), subió 26.51 pesos, dejando el indicador en \$2309.45/US\$. El Índice General de la Bolsa Colombia (IGBC) perdió 2.38%, alcanzando los 1050.83 puntos. El Gobierno logró colocar 1.12 billones de los 1.35 programados en TES a 10 años sin que la tasa de rendimiento, de 7.8%, se viese afectada.

Febrero 22. La industria pasó raspando en 2001.



La producción industrial cerró el año pasado con un crecimiento de apenas 0.71%, confirmando la tendencia descendente observada durante 2001. A comienzos del año, la industria crecía 10.58%, pero su desempeño se fue debilitando a medida que las perspectivas para la economía se iban ensombreciendo.

Febrero 22. Las importaciones mostraron dinamismo el año pasado.

Al cierre de 2001, las compras al exterior se incrementaron 11.12% anual, impulsadas por el dinamismo mostrado por

las importaciones de bienes de capital, que crecieron 30.7%, y las de bienes de consumo, que aumentaron 15.43%. Por el contrario, las de intermedios y de materias primas se contrajeron -1.82%.

Febrero 25. Aumenta el riesgo país.

El *spread* de los bonos colombianos subió 16 puntos básicos respecto de la jornada anterior, hasta alcanzar los 650 puntos como consecuencia de los atentados contra la infraestructura vial y energética en varias zonas del país, y el secuestro de la candidata presidencial Ingrid Betancourt.

Febrero 28. El PIB creció 1.57% en 2001.

Las cifras provisionales del Dane confirmaron la debilidad de la economía colombiana. El ingreso per cápita cayó 0.24% y se ubicó en el mismo nivel observado en 1993. El sector agropecuario creció 1.5%, la industria cayó -0.75% y la construcción se expandió 3.15%.

Febrero 28. La economía estadounidense creció 1.4% en el cuarto trimestre.

En la segunda revisión de la cifra de crecimiento del PIB, el Departamento de Comercio de Estados Unidos elevó la cifra previa de 0.2% a 1.4% (tasa trimestral anualizada). A la espera de la tercera y última revisión,

es claro que el consumo y el gasto público, que aumentaron 6% y 10% respectivamente, mantienen a flote a la economía estadounidense.

Marzo 2. El desempleo nacional no cede.



La cifra pasó de 17% en enero de 2001 a 17.9% en enero del presente año. Con ésto, el número de desocupados se acerca a 3.6 millones. En las 13 principales ciudades, el desempleo se redujo de 21% a 20.4%, completando 1.8 millones de personas sin trabajo.

Marzo 5. Inflación baja a 6.70%.

Los precios de todos los grupos componentes del IPC aumentaron en términos anuales por debajo de los dos dígitos. Los alimentos moderaron los incrementos en sus precios, que crecieron 8.37%, mientras la vivienda y el vestuario continúan contribuyendo al bajo registro con inflaciones de 3.87% y 2.36% respectivamente.

¿Hacia dónde va la deuda externa?

El comportamiento de la deuda externa en la década del noventa

La segunda mitad de la década pasada estuvo marcada por el acelerado crecimiento del endeudamiento externo, tanto público como privado. Es importante encender las alarmas al respecto: la deuda externa es frecuentemente más costosa que la interna en términos de intereses, y el incumplimiento en el pago de los mismos implica, además de sanciones, la proyección de una imagen de vulnerabilidad y desorden hacia los mercados externos, que ahuyenta los capitales foráneos. Por supuesto que endeudarse externamente implica la liberación de recursos para que el sector privado financie su actividad internamente, aliviando así las presiones sobre la tasa de interés doméstica, pero el servicio de la deuda externa puede llegar a comprometer, en parte importante, la actividad económica de una economía, tal y como sucedió en Argentina.

En 1995 se interrumpió la tendencia de disminución de la deuda externa total como porcentaje del producto que venía observándose desde comienzos de la década. Para 1990, ésta representaba un elevado 45%, y durante los primeros años del decenio este porcentaje cayó, mientras –paradójicamente– se deterioraban las finanzas públicas. Esta situación no se mantuvo por mucho tiempo. En 1995 la deuda total alcanzó 28% del PIB –cifra idéntica a la de 1994–, y desde 1997, cuando la deuda pública externa como porcentaje del PIB alcanzó su mínimo de la década (15.8%), el endeudamiento externo del sector pú-

blico emprendió un crecimiento explosivo que, junto con el también acelerado crecimiento de las obligaciones privadas con el exterior, devolvió la deuda externa total a los niveles vistos a finales de los ochenta: 45% del PIB en 2000.

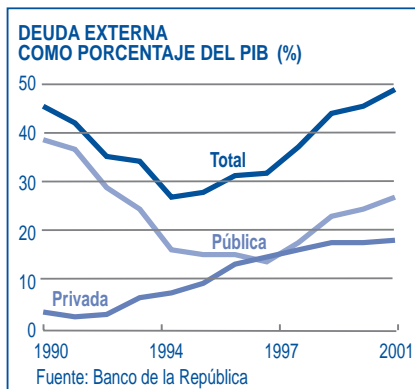
La deuda privada pasó de representar 14% del total de la deuda externa en 1990, a 50% en 1997 –el año del punto mínimo de la deuda pública externa en la década–, y 41% en 2001. Esta leve caída en la participación privada sobre el total de la deuda externa, después de 1997, es consecuencia del hermetismo

res corrientes, al pasar de US\$2,165 millones en 1991 a un estimado de US\$16,065 millones en 2001, razonable teniendo en cuenta la apertura en las cuentas de capital a partir de 1991. Entretanto, el endeudamiento público externo lo hizo a una tasa de 124% pasando de US\$17,335 a US\$38,752 millones el año pasado. Vale la pena aclarar que parte del aumento de la deuda externa como porcentaje del PIB, obedece a la caída misma del producto en 1999.

¿Por qué es importante lograr la sostenibilidad de la deuda externa?

Establecer si la deuda externa puede mantenerse como porcentaje del PIB en el corto plazo, –y cuáles son las condiciones necesarias para lograrlo– es crucial, ya que este es un indicador determinante en la viabilidad externa de una economía. De hecho, las entidades calificadoras de riesgo tienen como criterio primordial para otorgar el grado de inversión, el desempeño de la deuda externa como porcentaje del PIB, tanto pública como privada. Asimismo, aunque el diferencial que paga la deuda soberana sobre la deuda emitida por el tesoro estadounidense (*spread*), es una variable mucho más volátil, su determinación también está sujeta al comportamiento del endeudamiento con el mercado de capitales externo.

Si el sector privado quiere hacer sostenible su acceso al crédito externo, debe destinar parte de su ahorro interno al pago de la deuda contraída en la década del noventa. De la misma forma, si la inversión extranjera directa comienza a crecer nuevamente (no sólo en



de los mercados financieros generado por la crisis asiática. A pesar de esto, la deuda total en dólares continuó creciendo, pues el financiamiento público se encargó de llenar el ‘hueco’ dejado por el sector privado.

Mientras que al principio de los años noventa el endeudamiento privado representaba apenas 6.3% del PIB, en 2001 éste fue casi una quinta parte del producto. En los últimos diez años, el endeudamiento externo del sector privado ha crecido cerca de 650% en dóla-

el sector de hidrocarburos) se encontrará financiación foránea para los proyectos locales, sin necesidad de acceder al costoso crédito ofrecido por el mercado externo. No obstante, si no se detiene la actividad terrorista de los grupos guerrilleros contra los empresarios y contra la infraestructura nacional, particularmente la energética, es poco probable que el sector privado pueda generar el ahorro interno suficiente para destinar una fracción significativa al prepagado de su deuda, y que Colombia vuelva a resultar significativamente atractiva para los inversionistas extranjeros.

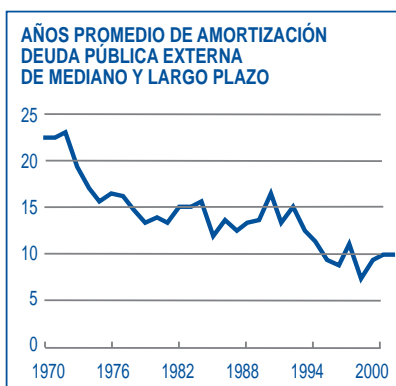
Por otra parte, el ordenamiento de las finanzas públicas y la necesidad de financiar un déficit cada vez menor (interna y externamente), son requisitos para evitar que la senda de endeudamiento externo sea explosiva. Esto pone en evidencia, una vez más, la necesidad de continuar con el proceso de ajuste fiscal (conseguir una reforma pensional seria y restrictiva y apurar la Ley de Responsabilidad Fiscal), si se quiere revertir el deterioro de los indicadores de deuda externa que en abril de 1999 despojaron a Colombia del grado de inversión. No sobra decir que iniciativas como la reestructuración de la deuda o la emisión de moneda para pagarla, representan soluciones de corto plazo que, de ninguna manera, están encaminadas hacia la sostenibilidad del acceso al crédito externo.

Por fortuna, hasta ahora el efecto contagio sufrido como consecuencia de las crisis en otros países emergentes es menor. A diferencia de lo ocurrido durante el efecto 'tequila' de 1994, la crisis del sudeste asiático de 1997 o el *default* ruso y la crisis brasilera un año más tarde, los inversionistas extranjeros diferencian cada vez más los fundamentales macroeconómicos y, en particular, los indicadores de deuda externa de cada país. Este hecho ha propiciado que, gracias a la operación de prefinanciamiento externo de 2002 en 2001 y a la proyección de una imagen sólida y ordenada en materia fiscal —que incluye el cumplimiento de las metas acordadas con el Fondo Monetario Internacional—, el costo del endeudamiento externo se

haya mantenido relativamente estable e inmune a la adversa coyuntura en el sur del continente. Esto implica también, que sea necesario profundizar los ajustes estructurales para reducir los indicadores de deuda pública y externa total, independientemente de la coyuntura externa.

Determinantes de la sostenibilidad

El desempeño del sector exportador es de suma importancia, no sólo como promotor del crecimiento de la inversión privada y en últimas, de la actividad económica, sino también para hacer



sostenible el nivel de endeudamiento externo total como porcentaje del PIB. Si se utiliza la metodología de uno de los estudios que modelan la sostenibilidad de la deuda externa (Simonsen M. 1985 y Clavijo S. 2001)¹, para que ésta no crezca como porcentaje del PIB, una economía debe generar un superávit comercial no financiero —como porcentaje de las exportaciones— consistente, primero con el diferencial entre la tasa de interés que paga dicha deuda y la tasa de crecimiento de las exportaciones, y segundo con el tamaño mismo de la deuda como porcentaje del Producto Interno Bruto o, alternativamente, con el tamaño de la deuda externa neta de reservas internacionales como proporción de las exportaciones.

Tasa de interés sobre la deuda externa

En este momento, la tasa de interés que paga la deuda externa es mucho

menor de lo que era hace un año, gracias a lo expansivo de la política monetaria estadounidense —el Federal Reserve System bajó sus tasas en 11 oportunidades durante 2001, afectando directamente muchas de las tasas a las que los créditos externos de Colombia están atados y reduciendo así el servicio de la deuda—. Sin embargo, con la recuperación de la primera economía del mundo cada vez más cerca, esta condición no parece sostenible. Por otro lado, la misma recuperación puede, con un mayor rezago, generar el repunte de la demanda externa, que impulsaría nuevamente el crecimiento de las exportaciones colombianas. No obstante, si el peso continúa apreciándose frente al dólar, no se podrá contrarrestar la pérdida de competitividad, producto de la libre flotación del bolívar venezolano. Como hemos expuesto anteriormente, la supuesta 'fortaleza' del peso, no tiene ningún soporte macroeconómico, y obedece, mas bien, a presiones especulativas de mercado.

Dinámica exportadora

Por su parte, el panorama en materia de crecimiento de las exportaciones —y desempeño de la balanza comercial— no es alentador. Mientras que en 1999 las exportaciones de bienes fueron mayores que las importaciones en 2.1% del PIB, y un año más tarde en 3.1%, la dinámica exportadora que se presentó después de la crisis comercial de 1998 —cuando la balanza comercial fue deficitaria en -2.5% del PIB— parece no haberse consolidado en 2001 y es probable que continúe su deterioro en 2002. La desaceleración de la demanda externa, inesperadamente superior a la proyectada originalmente, sumada al desplome de los precios internacionales de nuestros principales productos de exportación, derivó en que en 2001 la balanza comercial se ubicara muy cerca del equilibrio —estimamos un superávit

¹ Simonsen, M. E. "The Developing Country Debt Problem" en *International Debt and Developing Countries*, World Bank, 1985.

Clavijo, S. "Viabilidad de la Deuda Externa Colombiana" Banco de la República, 2001.

de cerca de 0.5% del PIB—. Para 2002, cabría esperar una pérdida en el dinamismo de las exportaciones no tradicionales, que crecerían a una tasa de apenas 5% frente al 10% observado en 2001 y al 16.8% de 2000. Por su parte, dadas las proyecciones de los precios del petróleo y del café, no parece razonable esperar una notable recuperación de las exportaciones tradicionales este año, que en 2001 cayeron a -22%, aunque el reciente repunte de los precios del petróleo es una buena noticia.

Tamaño y plazo de la deuda

Independientemente de su tasa de crecimiento, entre más grande sea la deuda externa pública y privada como porcentaje del producto, más difícil va a ser hacerla sostenible. Ciertamente, es preferible que sean proyectos de inversión (rentables) y no el servicio mismo de la deuda, la destinación de los dineros conseguidos externamente, de manera que no sea necesario comprometer recursos adicionales de la economía en la honra de la deuda. Ahora bien, el Gobierno ha logrado contraer su deuda pública externa a un plazo relativamente alto, que de acuerdo con la Dirección de Crédito Público del Ministerio de Hacienda, ubica su vida media alrededor de 6.1 años. En términos relativos a otros países de América Latina, esta cifra es alta. Por ejemplo, en Brasil el plazo promedio de la deuda total es de menos de 24 meses, mientras que en Argentina, más que el monto mismo de la deuda, fueron los vencimientos de corto plazo los que, junto con la imposibilidad de realizar operaciones *swap* por la falta de confianza de inversionistas extranjeros y locales, provocaron la declaración de moratoria.

¿Por qué cumplirle al FMI no es suficiente?

Antes de emitir recomendaciones acerca de cómo corregir la senda explosiva de la deuda externa, es importante hacer dos anotaciones. Primero, la apertura hacia los mercados externos implicó que la deuda privada aumentara por encima de los niveles del 5% del PIB, que tenía a principios de la década pasada. Lo

importante era que el dinero producto del acceso al crédito externo se destinara a proyectos de inversión rentables en el largo plazo y que la financiación de estos proyectos no proviniera exclusivamente del crédito, sino de otros pasivos de largo plazo, concretamente, de la inversión extranjera directa.

Segundo, acotar el endeudamiento público externo mediante acuerdos con entidades multilaterales, como el que tiene Colombia en este momento con el FMI, es útil en la medida en que evita el desorden fiscal. Infortunadamente, el tope fijado para el endeudamiento externo del Gobierno en el largo plazo, no tiene en cuenta —al menos no directamente— si la deuda es o no sostenible. Mas bien, es consistente con el nivel de déficit presupuestal que debe ser financiado. Pero no siempre el exceso del gasto público pactado tiene en cuenta la sostenibilidad de la deuda externa. Veremos cómo, a lo largo del acuerdo con el FMI, se han cumplido las metas de endeudamiento público como porcentaje del PIB, y aun así, la deuda externa dista todavía de ser viable en el futuro próximo.


El ejemplo más claro de lo anterior es lo ocurrido en Argentina, que recibía apoyo financiero del Fondo Monetario Internacional, y en 1997 y 1998 le fueron otorgados los premios de mejor prestatario entre los países emergentes y mejor prestatario en Latinoamérica, respectivamente como resultado de su ‘excelente’ estrategia de endeudamiento externo, avalada por el ente multilateral. No obstante, a comienzos de 2002 declaró la moratoria en los pagos de su deuda, siendo ésta apenas una de las consecuencias de la crisis que se gestó en medio de las garantías otorgadas por el FMI.

¿Qué hace falta para lograr la sostenibilidad?

Lograr la estabilidad de la deuda como porcentaje del producto, va a depender del desempeño exportador —e importador—, de la evolución de las tasas de interés externas, y por supuesto, del crecimiento del producto. Según cálculos de Anif, el saldo de la deuda externa total se ubica cerca de 48% del PIB, mientras que la deuda neta de re-

servas internacionales representa 230% de las exportaciones de bienes. En 2001, Colombia generó un superávit comercial de 0.5% del PIB (e), mientras que las exportaciones cayeron a una tasa anual de -6.4%. Entretanto, la tasa de interés de la deuda externa fue de 4.1% y el crecimiento —preliminar— del PIB fue de 1.5%. Con base en el modelo de la dinámica de la deuda (*Simonsen 1985*) mencionado antes, si se pretendiera que la deuda externa se mantuviera constante en el 48% del PIB en 2002, la balanza comercial debería haber sido superavitaria en 3.6% del PIB. La diferencia frente al balance comercial observado es de 2.1% del PIB.

La réplica del mismo ejercicio para 2002, tampoco arroja resultados alentadores. Con la deuda neta representando 235% de las exportaciones de bienes y servicios, estas últimas creciendo a 0.5% y las tasas de interés externas posiblemente aumentando debido a la reactivación estadounidense, se necesitaría una balanza comercial positiva en aproximadamente 1.55% del PIB. Sin embargo, la todavía lenta recuperación de la actividad económica externa, la incertidumbre generada por el proceso electoral, las pobres perspectivas en materia de la evolución de los precios de nuestros principales productos de exportación, la paradójica apreciación del peso y el débil comportamiento de la inversión privada, hacen pensar que sea poco probable que aquella supere el equilibrio.

Colombia no parece estar cerca de alcanzar la estabilidad de su deuda externa, con las consecuencias que ello implica en materia de calificación del crédito, por lo que es poco probable que en el corto plazo volvamos a contar con el grado de inversión otorgado por las calificadoras de riesgo. Es necesario, entonces, detener el descalabro fiscal y esperar un repunte pronto de la demanda externa, así como también de la inversión privada y de la demanda interna, pues el superávit comercial requerido para lograr la estabilidad de la deuda externa es, como todos los fundamentales de la economía, muy sensible al crecimiento del producto. 

Una charla con Eduardo Posada Carbó

Residenciado en Inglaterra desde hace varios años, Eduardo Posada Carbó es uno de los investigadores colombianos en ciencias sociales que más ha publicado en el exterior y, en particular, en inglés. Abogado con especialización en ciencias socioeconómicas de la Universidad Javeriana, Posada Carbó es también M.Phil en Estudios Latinoamericanos y D. Phil en Historia Moderna de la Universidad de Oxford. Fue Director del Diario del Caribe en Barranquilla y desde 1992 es columnista de *El Tiempo*. Ha enseñado en varias universidades en Inglaterra, España y Colombia. Es autor y editor de varios libros, entre ellos *El Caribe Colombiano: Una Historia Regional* (El Áncora/Banco de la República, 1998). Sus diversos ensayos académicos sobre historia y política de Colombia y América Latina han sido publicados en revistas en Colombia, Inglaterra, Francia, España, Chile y Estados Unidos. Buena parte del tiempo de Posada Carbó transcurre en aviones que lo llevan a Buenos Aires, Washington D.C., Seul o París, para dar una conferencia o comentar un trabajo en un seminario. A raíz de su último libro (*¿Guerra civil? El lenguaje del conflicto en Colombia*, Alfomega-Cambio, de la serie *Libros de Cambio*, diciembre de 2001), *Carta Financiera* dialogó con Eduardo Posada Carbó, quien también es nuestro columnista desde 2001, sobre el uso del lenguaje en torno a los problemas sociales y políticos del país, sobre el 'maximalismo' en la definición de la democracia y paz y sobre el concepto de nación, entre nosotros.



Claudia Cuello, Revista Gente, El Heraldó.

CARTA FINANCIERA: *El título de su último libro es ¿Guerra civil?, ¿por qué con interrogantes? ¿Cuál es el mensaje central de la obra?*

EDUARDO POSADA CARBÓ: La necesidad de los interrogantes obedece a dos preocupaciones. La primera, específicamente relacionada con el mismo término: ¿es válido utilizar el concepto ‘guerra civil’ cuando nos referimos al conflicto colombiano? Analistas como Fernando Uricoechea, Eduardo Pizarro, Fernando Cepeda Ulloa y Daniel Pécaut ya habían advertido sobre lo poco apropiado del término para nuestra experiencia. Quise en el libro profundizar en el debate, pues me parece que el término ‘guerra civil’ no ayuda a entender la naturaleza del grave problema colombiano. La segunda preocupación es más general: surge de reaccionar contra el relativo desprecio que se ha desarrollado entre nosotros por la precisión en el uso de las palabras. ‘Guerra civil’ es, entonces, uno entre muchos términos que hoy forman parte de un vocabulario que sirve más para confundir que para aclarar. El mensaje central del libro es que debemos reconsiderar a fondo el lenguaje dominante en los análisis sobre la realidad colombiana: no se puede despreciar la rigurosidad conceptual impunemente.

CARTA: *Comenzando por lo más general, ¿por qué cree que en Colombia se ha dado ese uso ligero y, en gran medida, irresponsable del lenguaje? ¿A qué se debe dicho uso? ¿Es dicho comportamiento peculiar de Colombia?, o ¿se lo encuentra también en otros países? Usted, que ha estudiado la historia de Colombia en profundidad, ¿encuentra esa misma ligereza con el lenguaje en el siglo XIX, o en el curso del siglo XX?*

POSADA CARBÓ: No creo tener respuestas precisas a todos sus interrogantes. En nuestra historia hemos contado con otros períodos caracterizados por esa irresponsabilidad a la que usted alude: quizá el ejemplo más apropiado sea el de la época Radical, tras la Constitución de 1863. Observadores extranjeros, como el ministro chileno en Bogotá, José Antonio Soffia, insistían que lo que distinguía entonces nuestras discusiones políticas era “una violencia generalizada de lenguaje”. Darío Acevedo Carmona ha estudiado algunos aspectos del lenguaje violento que caracterizó el debate público entre los años 1936 y 1949 (La mentalidad de las élites sobre la violencia en Colombia Bogotá: Iepri y El Áncora, 1995); pero la historia del debate público colombiano está aún por escribirse.

La comparación con otros países exigiría también mayores estudios sistemáticos. Sospecho que el comportamiento no es peculiar a Colombia. Sin embargo, también es cierto que en otros países el debate público es más cuidadoso con el uso de las palabras. Me ha interesado mucho seguir la discusión reciente que están dando al respecto los españoles, liderados por un grupo de intelectuales como Fernando Savater. Allí han logrado modificar el lenguaje dominante en relación con la lucha contra el terrorismo y en defensa de las libertades democráticas. Detrás de esa campaña no hay motivaciones meramente semánticas: al seleccionar un nuevo vocabulario se está reinterpretando la realidad; surge de allí un nuevo diagnóstico sobre los problemas y, por tanto, nuevas fórmulas para solucionarlos.

Por supuesto que para cada época y cada país habría que tener en cuenta las diversas circunstancias que condicionan las formas en que se manifiesta el debate público. Habría, además, que circunscribir la discusión: mi interés es discutir el tema del lenguaje en el contexto de la democracia colombiana y una preocupación muy seria por su porvenir. A su pregunta sobre las razones de la ligereza e irresponsabilidad del lenguaje hoy, en relación con dicha preocupación por la democracia, sugeriría entonces dos explicaciones, sin

ánimo exhaustivo.

La primera nos remitiría al abandono intelectual de la democracia colombiana desde la década de 1960. Desde entonces se impuso la retórica de la revolución. Quizá sin advertirlo, hemos adoptado, sin mayores discusiones, el lenguaje de los enemigos del sistema. La segunda explicación tendría que ver con la misma pobreza de un debate de opinión que no se toma en serio las palabras de los políticos. Como contraste, fíjese la discusión que motivó un discurso de Bush en el que el Presidente de Estados Unidos se refirió al “eje diabólico” del terrorismo: el uso de esa expresión ha dado lugar a un amplísimo debate. Entre nosotros, no sólo no se discuten los discursos de los políticos, en el gobierno y en la oposición se ignoran y desprecian. Y como se ignoran y desprecian por la generalidad de los formadores de opinión, no hay un proceso de *accountability*: los políticos actúan sobre el libertinaje de sus palabras, pero no es su culpa el que pocos se molesten en exigirles precisiones.

El proceso es así: se dicen cosas falsas o equívocas que casi nadie refuta; como no se refutan, se vuelven a decir, y a fuerza de la repetición se convierten en lugares comunes casi incuestionables. Sin embargo, hay que

Aquí se abandonó
intelectualmente
un tipo específico
de democracia:
la que también se
conoce como
democracia liberal.

reconocer que tal no ha sido el caso respecto del uso del término 'guerra civil'. El Gobierno ha sido, por lo general, cauteloso en no adoptar el concepto, aunque el discurso gubernamental sobre la naturaleza del conflicto está lleno de giros que merecen más atención. Y como le observé, un número significativo de importantes académicos, intelectuales y formadores de opinión hicieron oportunos reparos al uso de dicho concepto. Me parece que hay aquí indicios de una sana reacción que debería extenderse a otras áreas.

CARTA: *Su respuesta es muy inquietante, pues puede estar reflejando algo aún más estructural que trasciende quizá el lenguaje. Hay algunos puntos que quiero resaltar y sobre los cuales le pediría sus comentarios. En primer lugar, cuando usted dice que desde 1960 se abandonó la democracia, muchos intelectuales, dirigentes sociales y una buena cantidad de dirigentes políticos (aun al más alto nivel) efectivamente parecen no creer mucho en la democracia. El discurso de la democracia renació en los años noventa, en el contexto de la Constitución*

de 1991. Para definirlo en alguna manera, lo que renació fue un concepto maximalista de democracia –de hecho se habla de democracia participativa– muy atado a la idea de estado social de derecho y a una serie de derechos sociales y económicos. Es un poco la idea de que para que haya ‘verdadera’ democracia hay que arreglarlo todo, hay que cambiar el sistema: todo o nada. Es una visión totalizante, holista, estructuralista, la cual, en el fondo, pone de acuerdo a gente desde la derecha a la izquierda: desde el marxismo, pasando por sectores de la iglesia, a sectores de la derecha. Al tiempo que se continúan despreciando las elecciones (aunque menos que antes) se habla de participación, más que de partidos políticos, de grupos sociales, gremios, regiones, sindicatos. Es la retórica de la sociedad civil. A veces a uno le parece estar oyendo el planteamiento franquista o el proyecto corporativo de Laureano Gómez. ¿Está usted de acuerdo con esta apreciación?



“La fragmentación nos ha servido para evitar las dictaduras.”

POSADA CARBÓ: Estaría de acuerdo con sus planteamientos centrales. Comencemos por el abandono de la democracia y precisemos. Aquí se abandonó intelectualmente un tipo específico de democracia: la que también se conoce como democracia liberal. Este desprecio ocurrió en momentos en que el romanticismo revolucionario, tras la experiencia fidelista cubana, estaba en ascenso. También estaba en progreso la reacción autoritaria que impuso dictaduras militares en un gran número de países del continente. Y entonces nos quedamos con una gran paradoja: ¿cómo entender que, a pesar de ser uno de los pocos países que no experimentó los rigores de la dictadura en las décadas de la ‘bota militar’ latinoamericana, nuestro sistema político se fuese quedando crecientemente sin defensores intelectuales y que

perseverase aquí la violencia guerrillera como medio para acceder al poder?

No tengo una respuesta definitiva a este interrogante, pero creo que cualquier intento de entender esa paradoja tendría que tener muy en cuenta el papel que han jugado las ideas en nuestra historia reciente. El Frente Nacional se convirtió en el blanco de todas las

críticas –válidas, muchas de ellas–; pero con frecuencia las críticas tendieron a distorsionar la naturaleza misma del sistema. Los analistas adoptaron con suma ligereza una serie de conceptos equívocos: ‘dictadura bipartidista’, la ‘sociedad cerrada y excluyente’, ‘el sistema ilegítimo’, ‘la inexistencia de la oposición democrática’ y otros términos de contenido similar que siguen siendo hoy de uso corriente, a pesar, primero, del desmonte gradual del Frente Nacional y, después, de los cambios radicales que se expresaron en la Constitución de 1991. Lo que más debe destacarse de ese lenguaje es su tono absolutista. Cuando, por ejemplo, se acusaba al sistema político o al estado de ‘ilegitimidad’, se reconocían muy pocos matices.

Y no es que la violencia guerrillera colombiana haya contado con un gran y abierto apoyo intelectual generalizado. No. Hay que recordar la carta de 1992 de un importante grupo de intelectuales, encabezada por Gabriel García Már-

que, en la que se le decía a la guerrilla que su guerra iba “en sentido contrario de la historia”. Pero no hemos salido desde entonces de un juego en el que se tienden a equiparar las ilegitimidades. Con mucha frecuencia, se despotrica por igual contra la guerrilla y el Estado, sin reconocer la formación compleja de este último, ni los elementos de representatividad social que lo distinguen —representatividad que se somete regularmente al juicio del electorado—.

En este contexto de ilegitimidades equiparadas en discordia, surgió la ‘sociedad civil’ como el tercer actor, redentor de nuestros males. Y surgió de la mano de la ‘democracia participativa’ o ‘directa’ —nociones que desprecian la idea de ‘representatividad’ y, portanto, desconfían de las elecciones y de los partidos políticos. Estas nociones, como usted lo ha indicado, encierran también visiones totalizantes de la organización social. Lo que no se alcanza a percibir con suficiente claridad es cómo se han venido minando así las instituciones democráticas y el concepto de libertad. En muchas ocasiones me he referido a un discurso de Giovanni Sartori ante las Cortes españolas, en el que él advertía sobre la necesidad de defender “vivamente” la democracia representativa frente a las ilusiones de la democracia directa, cuyo dominio, sin mayores oposiciones intelectuales, estaba amenazando la existencia misma de la democracia.

En nuestro caso, el problema se agrava en dimensiones insospechadas por la persistencia del conflicto armado y de la multitud de formas de crimen organizado. Obsérvese cómo al concepto maximalista de la democracia le sigue de cerca una definición maximalista de la paz: para que haya paz, como para que haya democracia, habría que ‘arreglarlo todo’. Creo que el resultado de abrazar estas nociones maximalistas está a la vista: una democracia y unas libertades cada vez más deterioradas, y una paz esquiva y aplazada casi indefinitivamente.

CARTA: *Abrazar las nociones maximalistas de democracia o de la paz no tendría problema si fuera posible ‘arreglarlo’ todo de inmediato. El problema es que no se puede. Y menos, como creen muchos, actuando en contra de la economía de mercado y las empresas privadas, las cuales generan empleo, ingreso y los impuestos para que el Estado*

pueda financiar la inversión social. Esto lo han entendido los partidos socialistas de los países avanzados, como el PSOE en España, pero entre nosotros no son realmente muchos. Hacia el futuro, la pregunta que habría que hacer es ¿están cambiando estas visiones totalizantes y maximalistas de la sociedad, la democracia y la paz? ¿Encuentra usted personas o grupos con un discurso que permita generar algún optimismo sobre el futuro de Colombia?

POSADA CARBÓ: Cuando Enrique Santos Calderón, en el libro *Palabras pendientes*, le preguntó al ex presidente Alfonso López Michelsen “—¿Usted cómo ve al país en diez años?—”, éste contestó: “No lo veo.”

No he encontrado recientemente una respuesta más desestimulante sobre el porvenir nacional, sobre todo cuando provienen de un estadista con el prestigio intelectual del ex presidente López Michelsen.

El novelista Rafael Humberto Moreno-Durán decía hace poco que la función de los políticos era dar soluciones, mientras que la de los intelectuales era formular interrogantes, “aguarle la fiesta a los políticos”. No estoy de acuerdo. Son los intelectuales los que van abriéndoles o cerrándoles horizonte a las sociedades, y su posición no puede ser una de eterna contradicción frente a los políticos.

Sí creo que es posible identificar un buen número de personas en Colombia, cuyo trabajo nos está permitiendo ver un futuro con más optimismo. Para volver a soñar la nación es importante revisar seriamente algunos estereotipos y conceptos que de alguna forma mantienen al país anclado en su crisis,

como sin salida. Le sugiero algunos, en aquellas áreas donde se descubren discursos que anticipan un clima de opinión más esperanzador.

El primero, y fundamental, es superar la idea según la cual todos seríamos criminales. Los formadores de opinión tienen que volver a distinguir con claridad entre criminales y víctimas, y entre niveles de criminalidad. En este sentido, el libro de Mauricio Rubio, *Crimen e impunidad*, es una referencia obligatoria. Myriam Jimeno ha escrito un excelente ensayo criticando ese ‘discurso erudito’ que tiende a identificar nuestra nacionalidad con un ente maligno. En estos días leí un artículo de Andrés Hoyos, el director de la revista *El Malpensante*, donde él hacía unas consideracio-



“El Frente Nacional se convirtió en el blanco de todas las críticas; válidas muchas de ellas.”

nes éticas, de enorme significado, sobre el problema de la violencia.

En segundo lugar, tendrían que revalorarse las instituciones de nuestra democracia representativa —el Congreso, los partidos, las elecciones—. Esto no significa negar las imperfecciones del sistema, sino simplemente reconocer mejor su existencia, su naturaleza y sus logros, principios básicos de cualquier actitud reformista. En este campo, también hay trabajos académicos recientes de mucho interés. Pronto se publicará en inglés un ensayo de Eduardo Pizarro y Ana María Bejarano que discute las complejidades de la democracia colombiana. Francisco Gutiérrez Sanín, con otros investigadores, han emprendido valiosas investigaciones sobre los partidos y el Congreso, donde se revalora el tema mismo de la representación. Y a estos trabajos, que podríamos llamar revisionistas, habría por supuesto que sumar los de quienes, como Fernando Cepeda Ulloa, se han preocupado desde hace tiempo en estos temas. Existe, por ejemplo, una tradición importante de estudios electorales en la Universidad de los Andes.

Tercero, tendríamos que revisar bien a fondo la definición de ‘paz’ que se nos impuso desde hace años. Tal revisión encontraría inspiración en aportes significativos como, por ejemplo, los de Marco Palacios quien sugirió en uno de sus ensayos de 1999 definir la paz “a la anglosajona, como la ausencia de conflicto armado en la lucha por el poder.” En una excelente conferencia que dictó en Medellín el año pasado, Jorge Orlando Melo hace valiosísimas observaciones sobre el modelo negociador que se desarrolló entre nosotros, alimentados por ese concepto equívoco de paz que, so pretexto de transformar toda la sociedad, deja la democracia a la deriva, y sólo sirve quizá para perpetuar el conflicto. Una mayor apreciación de éstos, y otros textos similares, nos permitirían confiar en una paz posible y cercana.

Cuarto, faltaría advertir con mayor claridad las amenazas de los discursos colectivistas contra el desarrollo de la libertad en Colombia. Admiro mucho el valor intelectual de posturas revisionistas como las de Salomón Kalmanowitz en su libro de ensayos, *Las instituciones y el desarrollo económico en Colombia*, que amplían el horizonte de la discusión sobre el mercado y les permitirán a las nuevas generaciones reflexionar sobre el porvenir de las libertades colombianas en una forma más compleja.

Pero cualquier avance hacia un discurso más optimista sobre el futuro requerirá, sobre todo, profundas reconside-

raciones historiográficas. Desde la década de 1960, la preocupación quizá más sobresaliente entre los historiadores fueron los conflictos, la ‘violencia’ como partera de la historia, y cierta obsesión casi exclusiva con las luchas sociales y económicas —las estructuras— que pudiesen explicar tales conflictos. Se miraba hacia el pasado en busca de la fragmentación nacional y quizá, sin advertirlo, se estuvo contribuyendo así a fragmentar al país. Algo de eso nos pasó, debo confesarlo, a quienes nos dedicamos a escribir historia regional. No quiero sugerir que tales ejercicios no tengan validez, pero en general la tendencia fue entonces abandonar el estudio de la política, de sus protagonistas —individuos, gobiernos o instituciones— y de todas aquellas formas de convivencia social no violenta que también caracterizaron a los colombianos.

En este campo también hay trabajos novedosos. Una tesis doctoral reciente de Beatriz Castro demuestra la existencia de una valiosa tradición de instituciones de caridad en algunas de las grandes ciudades colombianas. Patricia Londoño, cuyo libro publicará muy pronto Oxford University Press, nos muestra una vibrante sociedad civil de raíces religiosas y modernas en el pasado antioqueño. La historia política tiene muy buenos exponentes, como Luis Javier Ortiz. Efraín Sánchez, en su extraordinario libro sobre la Comisión Coreográfica, nos ofrece otra visión estimulante de la nacionalidad. Los estudios de historia empresarial son similarmente alentadores: Carlos Dávila ha editado un manual con unos treinta ensayos que pronto será publicado. Hasta cierto punto, un ensayo de Margarita Garrido sugería repensar la historiografía

colombiana en estas líneas: reconsiderar la obsesión con la fragmentación, o el papel de los individuos en la historia. Mucha de esta renovación historiográfica ocurre fuera de Bogotá: en Medellín, en Bucaramanga, en Cali, en Barranquilla o en Cartagena —donde Adolfo Meisel Roca y Haroldo Calvo han organizado muy refrescantes encuentros de historiadores—.

Le he mencionado sólo algunos aspectos de lo que debería ser una agenda ambiciosa para soñar la nación. Y destacaré apenas algunos nombres, aquellos cuyo trabajo me es más familiar. Pero hay muchos más. La suma de ellos no constituye un ‘movimiento’. Mucho menos se trata de un grupo homogéneo y compacto. Hay afinidades, pero también discrepancias, y discrepancias importantes, en sus planteamientos y enfoques. La ambición nacional es seguir construyendo una sociedad pluralista. Lo importante, en-



Según Palacios hay que definir la paz como “la ausencia del conflicto armado en la lucha por el poder.”

tonces, es enriquecer el debate, amplio y diverso, y fortalecer mayores líneas de comunicación entre los distintos sectores que participan del proceso de formación de la opinión pública colombiana.

CARTA: *En el curso de estas charlas en Carta Financiera, se ha discutido mucho sobre la fragmentación del país: social, económica, política y geográfica. Para algunos entrevistados, la fragmentación es algo dañino, otros vemos en ella elementos de consecuencias positivas. ¿Qué opina usted de este tema?*

POSADA CARBÓ: Cuando me refería al tema de la fragmentación quise destacar esa tendencia que predominó y sigue predominando entre nosotros, de negar hasta la existencia de la nacionalidad. Por lo menos, desde los años sesenta fuimos sometidos a una especie de proceso demoledor. A la independencia, por ejemplo, se le negó cualquier significado—como recuerdo lo sugería una obra de teatro en Bogotá en la década de 1970—. Se decía también que sin economía nacional no podía existir nación y que, entonces, no se podía hablar de nación antes del tabaco o del café. Que nuestro sistema de comunicaciones no integró al país, etcétera, etcétera. El énfasis casi exclusivo, de todas formas, era lo que nos dividía: las clases, los partidos, la geografía. Pocos estudiaban lo que nos seguía y sigue uniendo. De todo ese proceso surgió un retrato equívoco del ser colombiano, identificado así apenas con la fragmentación y sus extremos.


Me quise referir entonces, a la actitud, para mí dañina, de fragmentar el espíritu nacional. Ahora bien, es cierto que la topografía montañosa del país condiciona una geografía fragmentada, aunque no todo es montaña—pocos de los países montañosos de Latinoamérica tienen un río como el Magdalena que sirvió de unión entre sus diversas regiones—. Y hay formas positivas de apreciar esa fragmentación geográfica y económica, como recientemente lo sugirió uno de los informes semanales de Anif. Ante todo, dicha fragmentación nos ha impedido históricamente que una ciudad, una región, unos grupos o unos individuos se impongan férreamente sobre la voluntad colombiana o, en otras palabras, nos ha servido para evitar las dictaduras. Ello también condicionó el desarrollo de una cultura de negociación, pluralista y tolerante en niveles que no se quieren reconocer. Sí, la fragmentación tiene sus aspectos positivos, pero que pocos valoran. Y los intentos de valorarlos, tienden a hacerlo a costa, entonces, de negar la nacionalidad.

Una mayor lucidez en la opinión pública es la primera condición para derrotar a la violencia terrorista.

CARTA: *Regresemos a su respuesta anterior, en la que señaló la existencia de discursos que podrían alimentar el optimismo. Es muy estimulante encontrar un grupo grande de intelectuales con una reflexión diferente sobre el país que, en el fondo, lo que trata de argumentar es que efectivamente en Colombia también tenemos nación. El siguiente paso quizá sería que en la esfera de quienes toman las decisiones sobre la conducción del estado (los políticos) existiera esa convicción. De pronto una consecuencia no anticipada del fallido proceso de paz es haber generado, aunque por la vía negativa, algo de esa noción. Quizá ante la perspectiva del proyecto político de la guerrilla, muchos sectores han reflexionado que de pronto lo que tenemos no es, después de todo, tan malo. ¿Cree usted que podríamos estar ante un punto de quiebre, esta vez positivo?*

POSADA CARBÓ: No creo mucho en los puntos de quiebre, como no creo en las revoluciones como mecanismos para transformar las sociedades. Creo sí que vivimos un intenso proceso de revisionismo intelectual cuyos resultados pueden comenzar a verse. Pero, como lo expresó recientemente Andrés Hoyos, las armas “lo distorsionan todo”. Los colombianos estamos acorralados por los terroristas, y el primer efecto del terrorismo es confundir a las sociedades.

Una mayor lucidez en la opinión pública es la primera condición para derrotar a la violencia terrorista. Tal vez una mejor comunicación entre el trabajo de los académicos y los columnistas de prensa sirva para superar todo un conjunto de estereotipos que nos mantienen aún casi inmovilizados. Y claro que se requiere un diálogo más productivo entre políticos e intelectuales. Necesitamos toda una pedagogía sobre la autoestima nacional que debería darse también desde el poder con mayor persistencia.

Sí, claro que tenemos nación. De eso no deberíamos tener la menor duda. Hay que defenderla y su defensa parte de sacudirnos de esa injusta noción de culpabilidad colectiva con que se nos flagela casi a diario. Y sobre esa defensa construir el porvenir. Es oportuno recordar las alternativas que según Richard Rorty tenía toda nación que había cometido equivocaciones: primero, suicidarse; segundo, una vida de autodesprecio sin límites; y, tercero, vivir hacia adelante con el propósito de no volver a caer en los errores de ayer. Rorty, por supuesto, recomendaba esta última, en vez de volvernos “espectadores horrorizados de nuestro propio pasado”. Creo que las nuevas generaciones colombianas saben apreciar muy bien un discurso que le apueste a la autoestima nacional 



Ajuste fiscal, contabilidad creativa y dinámica de la deuda pública

Sergio Clavijo*

Introducción

El debate entre el Ministerio de Hacienda y la Contraloría General de la República (CGR) sobre la contabilidad fiscal, hizo eco en el foro de Anif-Fedesarrollo que tuvo lugar en febrero de 2002. Las cifras de caja revelaron, efectivamente, un ajuste fiscal más lento que el señalado por las cifras de causación a lo largo del período 1998-2001. Probablemente algunos asistentes se fueron con el saborcito de que allí había, a pesar de todas las aclaraciones del ministro Santos, algo de ‘manguala’ entre el Ministerio, el Banco de la República y el FMI, como lo venía insinuando la CGR.

En esta breve nota retomamos el debate para ilustrar las ventajas de la contabilidad de causación, en tanto ésta permite señalar en qué momento y en qué montos se ordena ejecutar el gasto público, independientemente de si dicho pago finalmente se canceló o no durante esa vigencia. Por esta vía se desenmascaran, entonces, los ‘juegos de caja’ que tanto daño le han hecho al sector privado.

Sin embargo, también es necesario discutir el procedimiento contable que se sigue cuando se hacen efectivas las garantías que ha venido otorgando el Estado en todo tipo de

concesiones viales, energéticas y de telecomunicaciones. Estos pagos representan obligaciones de caja en la vigencia en que éstas se hacen efectivas, pero en realidad corresponden a ejecuciones de gasto de períodos pasados. ¿Qué hacer en estos casos? También abordaremos este tema en el marco de las discusiones sobre las llamadas ‘deudas contingentes’.

Por último, presentaremos los resultados de un sencillo ejercicio de simulación sobre la sensibilidad en los indicadores de estabilidad de la deuda pública, ante cambios en las tasas de interés y el crecimiento económico. Estos resultados permitirán entender, de forma sencilla, la urgente necesidad de continuar con el ajuste fiscal en las áreas pensionales y la conveniencia de impulsar una Ley de Responsabilidad fiscal que permita poner orden estructural a las finanzas públicas. De lo contrario, la deuda pública colombiana podría enfrentar escenarios explosivos, con desagradables consecuencias económicas y sociales.

* Co-director del Banco de la República. Estas opiniones son de exclusiva responsabilidad del autor.

El ajuste fiscal y la contabilidad pública

Lo primero que cabe recalcar es que no existe ninguna duda en la comunidad internacional sobre las ventajas de lograr instaurar una contabilidad de causación, ya que la de caja permite esconder gastos, cuando quiera que el fisco decide no cancelar sus obligaciones con el sector privado. Este fue el expediente utilizado durante los años 1995-1999, cuando las obras públicas terminaron financiándose forzosamente con el capital de trabajo de las empresas privadas. Así, al inflar año tras año el rubro de cuentas por pagar, se dejó de contabilizar como gasto público un acumulado equivalente a casi 5% del PIB.

Las consecuencias económicas de esta 'creativa contabilidad de caja' fueron doblemente desastrosas: de una parte, terminaron por quebrar a muchas empresas privadas que no se presentaron para los corruptos esquemas 'tipo Dragacol' y, de otra parte, escondieron las verdaderas dimensiones de la deuda pública, con graves sobrecostos para el fisco. En contraste, la ventaja de los registros de causación es que deja claro los montos y los tiempos en que se incurre en dicho gasto público y, por tanto, resulta posible señalar a los responsables de ese mayor gasto público.

También existe consenso internacional sobre las bondades analíticas de descontar del déficit fiscal el pago de intereses. En efecto, este cálculo del llamado 'déficit o superávit primario' permite establecer el efecto neto de los gastos no financieros. Si el resultado es un 'superávit primario', resulta que en el margen la posición fiscal tiende a mejorar. Estas cuentas deben hacerse sobre todo en el sector público, pues allí juegan un papel fundamental los gobiernos territoriales y las empresas del Estado. No se entiende por qué connotados economistas insisten en considerar únicamente lo que ocurre en el ámbito del gobierno central, cuando buena parte de los

correctivos deben empezar a reflejarse sobre el 'resto del sector público' (esto es, las entidades territoriales, el Seguro Social, etc.).

Usando la contabilidad de causación (o sea, sin esconder los pagos pendientes), las cifras fiscales arrojaron 'superávits primarios' del 1% del PIB, tanto en 2000 como en 2001. Esto significa que el Gobierno ha venido mejorando las finanzas públicas, descontado el efecto histórico de los intereses. Más aun, se espera un 'superávit primario' del 2.4% del PIB en 2002. De alcanzarse esta cifra, por primera vez en la última década, Colombia estaría en capacidad de estabilizar la relación deuda pública/PIB en niveles cercanos al 55%. Aunque esta cifra es elevada para los estándares internacionales, es claro que aún estamos a tiempo de evitar un 'esquema Ponzi' explosivo, tal como lo explicaremos más adelante.

Las lecciones del debate Hacienda-Contraloría deben ir más allá de aclarar las bondades de la causación frente a la caja. En el año 2002 asistiremos al triste espectáculo de tener que pagar 'garantías' por el equivalente a unos US\$400 millones. Conceptualmente, dichas garantías no son un gasto ejecutado en la presente vigencia, pero sí constituyen una obligación de caja de la presente vigencia. Afortunadamente ya existe un manual de contabilidad internacional que nos indica que, al hacerse efectivas dichas garantías, el gasto público en vigencias pasadas resulta más elevado de lo que se creía.

Dicho de otra manera: esas obras públicas terminaron siendo más costosas y, por tanto, deben ajustarse históricamente los P&Gs y los balances causados en años anteriores. Entendemos que tanto el Ministerio como el FMI están en la tarea de reajustar estas cifras con el fin de establecer la verdadera trayectoria del gasto público. De hecho, una Misión del FMI nos está visitando con el fin de establecer estos hechos, entre otros asuntos.

Todo lo anterior nos lleva a tomar conciencia sobre el impacto fiscal de las llamadas 'deudas contingentes', en línea con lo señalado en la Ley 448 de 1998. Dicha ley ordena crear fondos especiales para atender estas obligaciones futuras que, sin lugar a duda, irán presionando el gasto público. Se ha estimado que dichas obligaciones, diferentes a las pensionales, pueden llegar a representar una carga adicional sobre la deuda del orden de 4 a 8% del PIB en los próximos años, según cálculos del propio Ministerio de Hacienda.

La dinámica de la deuda pública

¿A donde nos llevarán todas estas obligaciones fiscales? ¿Qué se debe hacer para honrarlas y evitar repetir en tierras Andinas lo que viene ocurriendo en la Pampa? Para responder a estas preguntas hemos adelantado unos sencillos ejercicios de simulación, tendientes a encontrar el 'esfuerzo de ahorro fiscal' que se debe hacer en los años venideros, precisamente para evitar un efecto de 'bola de nieve' que pueda tornar impagable nuestra deuda.

La literatura económica sobre el tema resume esta discusión analizando la dinámica de la deuda pública en términos de la carga que representan los intereses y la posibilidad de pagarlos a través del incremento de los recaudos. Esto último depende principalmente del crecimiento económico que se logre y, en alguna medida, de la gestión administrativa. Siguiendo a *Meijdam, et.al. (1996) "The Dynamics of Government Debt" European Journal of Political Economy*, la ecuación de equilibrio de la deuda pública puede expresarse así:

$$\begin{aligned} \text{Incremento de la deuda pública} = & \\ & (\text{Tasa de interés real} - \\ & \text{crecimiento PIB/real}) \\ & * \text{Deuda pública acumulada} \\ & + \text{Superávit fiscal antes del} \\ & \text{pago de intereses} \end{aligned}$$

Cabe señalar que en esta expresión se tiene que $deuda pública = (deuda pública) / PIB$, lo cual nos permite plantear el problema en términos de las condiciones requeridas para estabilizar dicha razón. Adicionalmente, debe notarse que el último componente corresponde al llamado *superávit primario* = *superávit antes del pago de intereses*. Tal como ya lo mencionamos, dicho *superávit primario* tiene la utilidad de permitir evaluar, en el margen, el ajuste fiscal que se viene haciendo, antes de tomar en cuenta el efecto histórico de la deuda.

En el cuadro adjunto reproducimos el valor de la relación (*superávit primario*)/*PIB* requerido para estabilizar la razón (*deuda pública*)/*PIB*, ante diversos escenarios de endeudamiento, tasas de interés reales y crecimiento económico. Inicialmente supondremos una tasa de crecimiento de 2% real para nuestra economía y una elasticidad unitaria de los recaudos tributarios a dicha tasa de crecimiento del PIB-real.

En la parte superior del cuadro se puede observar que, para los actuales valores de tasa de interés real (cerca al 8% anual) y la razón de Deuda pública/PIB vigente (cerca al 50%), el superávit primario requerido bordea el 3% del PIB. Si mantenemos la tasa de crecimiento del PIB-real al 2% anual y la eficiencia tributaria constante, vemos que esa exigencia de superávit primarios se incrementa si ocurren alzas en la tasa de interés real. En efecto, un incremento al 9% en la tasa de interés real elevará las necesidades de ahorro primario al 3.5% del PIB. Una tasa de interés del 10% real implicará generar un superávit primario del 4% del PIB, si el objetivo es no desbordar los niveles actuales en la rela-

**SUPERÁVIT PRIMARIO
REQUERIDO PARA
ESTABILIZAR LA DEUDA PÚBLICA
(En % del PIB)**

Relación % Deuda / PIB	Tasa de interés real (%)			
	7	8	9	10
30	1.5	1.8	2.1	2.4
40	2.0	2.4	2.8	3.2
50	2.5	3.0	3.5	4.0
60	3.0	3.6	4.2	4.8
Relación % Deuda / PIB	Crecimiento económico (%)			
	2	3	4	5
30	1.8	1.5	1.2	0.9
40	2.4	2.0	1.6	1.2
50	3.0	2.5	2.0	1.5
60	3.6	3.0	2.4	1.8

Fuente: nuestros cálculos con base en Meijdam et.al. (1996).

ción Deuda pública/PIB más allá del 50%.

En síntesis, allí se observa que cada punto de incremento en la tasa de interés real, cobrada sobre la deuda pública, exige realizar un esfuerzo de ahorro público equivalente a medio punto del producto. Si el gasto público no se reduce para generar dicho ahorro, no quedará alternativa diferente a la de impulsar más reformas tributarias. Durante la última década, dichas reformas tributarias han generado, en promedio, cerca de 0.5% del PIB por año y ellas han ocurrido, más o menos, cada año y medio.

Tal como ya lo explicamos, durante 2002 se estará generando un superávit primario del 2.4% del PIB, luego necesariamente la relación Deuda pública / PIB tenderá a incrementarse en el corto plazo. Esto bajo el supuesto de que el crecimiento alcanzará el 2% real y que la eficiencia tributaria se mantiene constante.

Sin embargo, las cosas también pueden mejorar hacia el futuro. En la parte inferior de ese mismo cuadro se puede

observar que un mayor crecimiento económico se reflejará en menores necesidades de ahorro público. Por ejemplo, un crecimiento del 3% resultaría compatible con la generación de un superávit primario del 2.5% del PIB, lo cual permitiría mantener la relación Deuda pública/PIB constante al 50%.

Más aun, si en los años venideros Colombia logra consolidar la paz y el sector privado acelera sus inversiones productivas, pues el país podría entrar en la senda de crecimientos sostenidos del 4% real por año. Bajo este escenario, el superávit primario requerido estaría bajando del 3% al 2% del PIB. Como es bien sabido, esta senda de ma-

yores crecimientos reales fue lo que le permitió a Chile entrar en el círculo virtuoso a través del cual pudo reducir su relación Deuda pública/PIB por debajo del 30%, requiriendo superávit primarios de sólo 1% del PIB.

La conclusión de estos ejercicios de simulación sobre la dinámica de la deuda pública es que es necesario continuar con el proceso de ordenamiento de las finanzas públicas, de lo contrario podríamos entrar en una senda explosiva, dados los elevados niveles de deuda que hemos alcanzado. Tanto los ajustes en los beneficios pensionales excesivos como la aprobación de una Ley de Responsabilidad fiscal, resultan ineludibles. Colombia transita actualmente por el filo de la navaja: los ajustes fiscales permitirán restablecer la dinámica del crecimiento en cabeza del sector privado. Pero si esto no se da, tanto el incremento en las tasas de interés como el menor crecimiento harían dispendioso contener la espiral de endeudamiento público creciente **ANIF**

El FMI en la mira

No sólo los activistas antiglobalización arrecian contra el Fondo. El papel del organismo en la arquitectura financiera internacional y la eficacia de sus recomendaciones quedaron lesionados a causa de su actuación en la crisis argentina.

El caótico desenlace del modelo de convertibilidad argentino, puso nuevamente bajo fuego al Fondo Monetario Internacional (FMI). De la misma manera como lo hizo pocos meses atrás, ahora exige al gobierno de Duhalde un plan “sustentable y creíble”, antes de dar señas sobre un nuevo apoyo cuyo monto se estima entre los 20 mil y 25 mil millones de dólares.

En diciembre del año 2000, el Fondo lideró un paquete de ayuda por US\$ 40,000 millones de dólares. Para recibirlo, Argentina se vio en la obligación de aprobar un presupuesto sumamente austero y se comprometió con el organismo multilateral a adoptar el conjunto habitual de medidas ortodoxas de ajuste fiscal y reformas estructurales. Puesto en marcha el arsenal de medidas y ‘blindada’ la economía con aquellos millones de dólares, se esperaba el retorno de la confianza, una disminución del riesgo-país y que la inversión interna y externa volviera a financiar el desarrollo. La actividad económica debería responder con rapidez—el ministro Cavallo, anunciaría más tarde que el PIB crecería por encima del 5% durante el segundo semestre de ese año— y con ello, los recaudos debían volver a crecer. Los compromisos de la deuda serían honrados y, aun si fuese necesario, habría un buen ambiente entre los inversionistas

para aceptar alguna renegociación de sus términos, no sin antes acordar mayores tasas de interés, lo que se consideró como un costo menor y, en todo caso, pagable por la nueva economía argentina.

Sin embargo, nada resultó. Al cabo de un año, la caída fue dramática: la recesión se profundizó hasta niveles insospechados, los negocios se paralizaron, el PIB argentino se contrajo 5% y se espera que este año caiga otro 5 o 6% según los pronósticos más optimistas. Hoy la pobreza alcanza a 60% de la población y el desempleo afecta a uno de cada cinco argentinos en edad laboral. La desconfianza precipitó la fuga de capitales y para evitar la consecuente caída del sistema financiero, los depósitos fueron confiscados por decreto y se interrumpió el normal funcionamiento del sistema de pagos. Argentina declaró la moratoria en diciembre pasado y hoy se encuentra por fuera del circuito internacional del crédito. Tres meses antes de la debacle, había recibido del FMI un nuevo apoyo por US\$8,000 millones a pesar de no haber cumplido los compromisos de equilibrio fiscal exigidos por el organismo.

Si el Fondo consideró ‘sustentable’ el ajuste fiscal de 2001, el programa de déficit cero y la bancarización de la economía; aplaudió el ‘megacanje’ argentino y el paulatino abandono del esquema

de tipo de cambio fijo mediante la ‘nueva convertibilidad’ que vinculó el peso argentino a una canasta de monedas de dos cabezas, el dólar y el euro. Si conceptuó que el draconiano ajuste fiscal anterior a la crisis “iba por la dirección correcta”, algo andaba mal en los análisis del Fondo, en tanto todo fracasó.

La función del FMI en la arquitectura financiera internacional quedó irremediablemente cuestionada a causa de su actuación en la crisis argentina. Y ésta fue la última de las crisis financieras internacionales que afectaron a economías emergentes durante la década pasada, donde el FMI o el gobierno de Estados Unidos salieron al rescate con grandes sumas de dinero, condicionadas al cumplimiento de medidas fuertemente criticadas. Primero fue México en 1995; recibió un salvavidas de US\$50,000 millones liderado por el Departamento del Tesoro estadounidense. Después fue el FMI quien en 1996 asignó a Tailandia US\$17,000 millones, a Indonesia US\$34 mil millones y a Corea del Sur US\$57,000 millones. En 1998, Rusia obtuvo un blindaje por US\$18,000 millones y Brasil otro por US\$42,000 millones. La pregunta es legítima: ¿la luz al final del túnel la vio la actividad económica y la población de estas naciones, o fueron los acreedores los verdaderos rescatados?

Todos contra el Fondo Monetario

Antes de la crisis de la deuda latinoamericana de los años ochenta, este organismo y el Banco Mundial fueron el blanco de los dardos lanzados desde la izquierda: fueron estigmatizados como la nueva cara del imperialismo norteamericano. Ambos –se decía– imponen a través de la diplomacia financiera una política económica en defensa de los intereses de las grandes corporaciones transnacionales, quienes requerían de la libertad económica sin fronteras para expandirse en los mercados de bienes y capitales. Durante la guerra fría, el Fondo y el Banco Mundial fueron vistos como el baluarte del capitalismo y la crítica a su papel en la economía mundial fue la misma crítica al sistema capitalista de propiedad privada y libre mercado.

El final del ‘socialismo real’ y la transición de las economías planificadas hacia el mercado libre y globalizado, minimizó el cuestionamiento del modelo mismo. Garantizada la bondad del sistema capitalista, el debate hoy es diferente. De un lado pone en tela de juicio la eficacia de las medidas de política económica que deben adoptar los países para recibir el apoyo financiero por parte de los multilaterales. De otro, crece la percepción de que los programas de ‘rescate’ salvan más bien a los acreedores y no al país en dificultades.

Las fuentes de financiamiento, el FMI y el problema fiscal

El sistema financiero internacional cambió en la década del noventa. Antes, las fuentes de financiamiento provenían de los créditos multilaterales y de algunos pocos bancos privados. Luego, el capital privado acumulado en las economías desarrolladas encontró en los países emergentes una posibilidad de inversión altamente rentable, precisamente por el riesgo que implicaba invertir en estas economías.

Entre 1990 y 1995, los capitales privados de corto plazo triplicaron su ingreso hacia los países en desarrollo. Mientras este flujo fue positivo, estas economías incrementaron su ritmo de crecimiento, pues aquellos financiaron mayores importaciones, gasto de consumo, créditos al sector privado y el pago de la deuda externa. A su vez, los estados de estos países encontraron una fuente de recursos en apariencia inagotable: para financiar sus compromisos de gasto, bastaba con emitir bonos de deuda pública con atractivas tasas de interés. De paso, la banca de inversión internacional encontró en estas operaciones una interesante veta de oro: la gestión de la deuda emergente. Así, como fuente de recursos, aumentó el endeudamiento externo público y en él, la participación de los bonos soberanos en desmedro del crédito bancario.

Pero estos capitales tienen un fuerte carácter especulativo y son altamente volátiles. Ello se aprecia en la abrupta caída que registraron a partir de 1996, situación que se agudizó con las crisis asiática, mexicana, rusa, y recientemente la brasilera, y ahora la argentina. Hoy por hoy nadie duda de que la dinámica económica de los países emergentes está muy ligada a la disponibilidad de capitales externos. Si sumamos a esto la tendencia –defendida, además por el FMI– de liberar la cuenta de capitales, la actividad económica interna depende cada vez más de la estructura financiera internacional y de las tendencias de los flujos de capitales.

Surge entonces un nuevo problema: los fondos de inversión buscan rentabilidad y colocan sus recursos en países que además de necesitarlos, son riesgosos precisamente por necesitar fuentes externas de financiación. Si la situación fiscal es difícil, pero sustentable, el inversionista acude a esa nación y demanda sus bonos de deuda pública. Así, el tema fiscal, incluso por encima del problema del crecimiento, es la variable que otorga sostenibilidad al esquema. Mientras la nación esté en posibilidad de honrar sus compromi-

sos, los capitales estarán disponibles. De ahí la lógica del Fondo, quién apoya a esas economías, dando tranquilidad a los tenedores de deuda, apretando en lo fiscal para garantizar la ‘sostenibilidad’ del país en cuestión.

La dura crítica de Stiglitz

Se aduce, con bastante razón, que los lineamientos de política económica recomendados por el organismo consituyen un recetario de medidas que terminan profundizando las crisis que públicamente buscan resolver. Quizá la crítica del último Premio Nobel de economía, Joseph Stiglitz¹, ha sido la más oída en los últimos tiempos. De su experiencia laboral en los principales organismos multilaterales de crédito y como asesor económico de la administración Clinton, Stiglitz concluyó que el FMI y el Banco Mundial cometieron un error fatal en las crisis asiática y rusa: apoyar políticas fiscales contractivas en busca de la estabilidad macroeconómica, ubicando en un segundo plano la promoción del crecimiento y la reducción del desempleo, la pobreza y la desigualdad. Tras la crítica hay, sin duda, una posición técnica e ideológica a favor de políticas estatales activas y de la consideración del déficit fiscal como una herramienta adecuada para economías en crisis; además, la consideración de que las políticas basadas en el libre mercado no conducen necesariamente a óptimos económicos y sociales.

El desconocimiento y ninguna consideración por las particularidades nacionales en las ‘recomendaciones’ del Fondo, los prueba el profesor Stiglitz con el ejemplo de la crisis de Indonesia. Existiendo un estudio del Banco Mundial según el cual la recesión en un país étnicamente dividido –como lo es Indonesia–, podría desencadenar un agudo conflicto social y político, el profesor Stiglitz cuenta que preparó un

¹ What I Learned at the World Economic Crisis. The New República, 04/06/2000

informe donde sostenía que un programa monetario y fiscal excesivamente contraccionista podría conducir a perturbaciones políticas y sociales en Indonesia. El FMI se sostuvo en su posición y su director administrativo, Michel Camdessus insistió en algo que había dicho en varias oportunidades: Asia Oriental debía apretar los dientes, tal como lo había hecho México, país que luego de sus afugias de corto plazo, había surgido más fortalecido tras la crisis. Contraargumenta Stiglitz que México no se recuperó gracias al programa impuesto por el FMI, sino por la oleada de exportaciones hacia Estados Unidos, la cual se produjo gracias al auge económico estadounidense y al NAFTA. En contraste —continúa el Nobel— el principal socio comercial de Indonesia era Japón, que para entonces, como hoy, estaba atorado en el estancamiento. Además, Indonesia era política y socialmente mucho más explosiva que México, donde un resurgimiento de las disensiones étnicas causaría la masiva huida de capitales, a su vez, facilitada por el relajamiento de las restricciones a los flujos monetarios alentado por el FMI.

La institución no habría puesto atención a los argumentos; el FMI apremió a Indonesia exigiendo reducciones en el gasto del gobierno. En consecuencia, las subvenciones para satisfacer necesidades básicas —alimentos y combustibles— fueron suprimidas en el preciso momento en que las políticas contraccionistas hacían que esas subvenciones fueran más necesarias que nunca: en 1998, el otrora tigre asiático vio cómo su producto se desplomaba 16%, la mitad de los negocios estaban prácticamente en bancarrota o próximos a caer en ella y el aparato productivo ni siquiera pudo aprovechar las oportunidades de exportación que le brindaba la maxi-devaluación de su moneda. La crisis económica derivó en crisis política, y el cuarto país más poblado del mundo está al borde de la desintegración, amenazando con convertirse en un inmenso baño de sangre.

Pero hay más, Stiglitz acusa a la institución de mediocridad técnica, de actuar precipitadamente con un recetario preconcebido que no contempla las particularidades de los países monitoreados y de imponer decisiones de política, lesionando la discusión democrática. Dice el Nobel que cuando el FMI decide ayudar a un país “despacha una misión de economistas (...) que carecen de experiencia suficiente en ese país. Lo más probable es que tengan mayor conocimiento de primera mano sobre sus hoteles de cinco estrellas que de los pueblos que salpican su zona rural.”

Es un hecho que el desplome de la economía argentina y la profunda crisis política de la cual aún no se repone, han puesto en entredicho al FMI.

La crisis argentina sugiere que el FMI no reparó en las lecciones de crisis anteriores. Indudablemente algo anda mal cuando las naciones que adoptan programas considerados ‘sustentables’ por el organismo multilateral, devienen en una crisis de la magnitud observada en Asia Oriental y ahora, en Argentina.

Al rescate de los acreedores

A comienzos del año 2000, la Comisión Meltzer presentó en su informe al Senado de Estados Unidos una severa crítica al papel del FMI en las crisis de la segunda mitad de la década. Se trata de un enfoque que agrega un nuevo ingrediente a la crítica de Stiglitz. La Comisión sostuvo que las actuaciones del Fondo no sólo no aseguraron el progreso económico de los países que pactan acuerdos con aquel, sino que sus programas han empobrecido a las

naciones que recibieron su ayuda y su grado de influencia sobre la política de los países ha socavado la soberanía nacional y a menudo, entrabado el desarrollo de instituciones democráticas en el país deudor. Esta crítica no es formulada desde la esquina de los militantes antiglobalización, sino desde una comisión de alto nivel del senado estadounidense, donde participaron economistas de la talla de Jeffery Sachs y miembros del legislativo de ambas corrientes políticas dominantes.

Si tal como lo señala la Comisión, las acciones del fondo no salvan países, ¿a quién salvan? Es este el principal de los argumentos actuales contra las prescripciones económicas del Fondo Monetario Internacional. Las ingentes sumas de dinero con las cuales se han respaldado economías en dificultades de pagos no han generado mayor bienestar en la población del país que las recibe, sino que han permitido que los acreedores no pierdan un solo centavo. Salvo en el caso de Rusia —y está por verse lo que ocurra con Argentina—, ninguno de los países apuntalados por aquellos megapréstamos ha quitado siquiera parte de las ganancias de los tenedores de bonos.

La discusión no es de poca monta. Los recursos disponibles por el FMI para solventar sus créditos son recursos públicos, y provienen de la cuota que cada país aporta al organismo. Así, la inquietud surge del hecho de que con recursos públicos se están salvando actuaciones irresponsables de agentes privados que prestan dinero a altas tasas de interés a economías emergentes. En esta dirección se movía el Secretario del Tesoro de Estados Unidos, Paul O'Neill, cuando poco antes del desplome sostenía que “estamos trabajando para encontrar el camino de una Argentina sustentable, no una Argentina que continúa consumiendo el dinero de los plomeros y carpinteros que ganan 50 mil dólares al año y se preguntan qué diablos estamos haciendo con su dinero.”

La frase de O'Neill, si bien referida a Argentina, tiene un valor mucho más general y refleja no sólo una manifesta-

ción contraria a la Argentina de finales de 2001, sino también a las actuaciones del FMI. Responde, además, al debate que se ha caracterizado como una “guerra entre Nueva York y Washington.” Desde Wall Street, Nueva York, se presiona para que el organismo multilateral apoye a Argentina, situación que pondría freno a las cuantiosas pérdidas que venían acumulando los inversionistas en bonos argentinos y, a la vez, se esperaba que evitara el contagio hacia otras economías emergentes. De otro lado, las autoridades políticas de Washington –y en general del mundo desarrollado– comenzaban a ser cada vez más renuentes a que con dineros públicos se saliera al rescate de economías en problemas porque ello, en últimas, no es otra cosa que proteger a inversores ‘irresponsables’ que no ponen límite al riesgo, convencidos de que los multilaterales tarde o temprano evitarán el colapso.

Y lo más grave, se salvan los acreedores y el país aumenta su endeudamiento y queda por varios años sujeto al cumplimiento de estrategias y metas que no garantizan la recuperación de las economías enfermas.

Avances recientes


Es un hecho que el desplome de la economía argentina y la profunda crisis política de la cual aún no se repone, han puesto en entredicho al FMI. El que el Fondo contribuyera a solucionar más o menos eficazmente moratorias anteriores le había dado una buena fama, la misma que perdió en Argentina. Cada vez son más los analistas e inversores de todo el mundo que consideran que es el momento de repartir las culpas ante la situación en la que se encuentra dicho país. El Fondo ha dado pasos en esa dirección lo mismo que el Departamento del Tesoro de Estados Unidos. Ambos han reconocido públicamente algo de culpabilidad, al aceptar que no pusieron toda la atención a los desarrollos de la situación argentina y, en buena medida, el FMI aprobó que el gobierno de ese país utilizara su respaldo para atraer

inversiones con una continua emisión de bonos, a la larga insostenible. Así, de diversos frentes se han formulado propuestas que buscan corregir las deficiencias en el actuar del Fondo Monetario Internacional en las crisis financieras, incluso, desde el propio seno de la institución.

La Comisión Meltzer recomienda una reforma integral al FMI y al BM para que enfoquen sus objetivos: el primero, en el manejo de crisis de balanza de pagos y financieras de corto plazo y, el segundo, hacia la atención de los países más pobres. En consecuencia, la comisión argumenta que el FMI debería restringir sus préstamos a la provisión de liquidez de corto plazo abandonando las líneas de ajuste estructural de largo plazo y que el acceso a créditos de parte de los bancos de desarrollo debería negarse para los países que tienen acceso a los mercados de capitales (definidos como aquellos que tienen una calificación de “grado de inversión”) o que tengan un PIB per cápita superior a US\$4,000. El acceso sería limitado para los países que tengan un PIB per cápita entre la cifra anterior y US\$2500. Además, la Comisión recomendó de manera unánime que tanto el FMI como los bancos de desarrollo, condonen la totalidad de sus acreencias para los países inmersos en la iniciativa de alivio de deuda de PPAE².

En las Naciones Unidas también se debate la reforma de la arquitectura financiera internacional. En enero de 1999, el Grupo de Trabajo del Comité Ejecutivo de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas formuló una propuesta al respecto, entre cuyos elementos está la reforma al FMI para que proporcione mayor liquidez en tiempos de crisis reduciendo la condicionalidad, el diseño de una red de organizaciones regionales y subregionales de manera que el FMI venga a ser el nudo de éstas, la preservación de la autonomía de los países en el manejo de la cuenta de capitales y la incorporación de cláusulas y mecanismos legales para la suspensión del servicio de la deuda externa. En marzo de 2002 se realizó en Monte-

rrey, México, la Conferencia Internacional sobre la Financiación para el Desarrollo donde se firmó el ‘Consenso de Monterrey’. La idea es reemplazar el Consenso de Washington que privilegió el desarrollo desde un punto de vista financiero, por este nuevo ‘consenso’ que –se dice– da prioridad a los aspectos como la superación de la pobreza, el medio ambiente y la participación de la mujer, entre otros aspectos. Como es usual, múltiples críticas recibe esta iniciativa en el sentido de que las propuestas son irrelevantes mientras no exista un compromiso explícito por parte de los países desarrollados de gastar en el desarrollo de las naciones más empobrecidas del planeta.

Por último, desde el mismo Fondo Monetario Internacional se impulsa un plan destinado a evitar, de aquí en adelante, más rescates financieros a los países en problemas. En enero pasado, Anne Krueger, funcionaria número dos de la institución, anunció los lineamientos del plan. Se trata de establecer un proceso formal de bancarrota para los países que enfrentan severas dificultades de pago, permitiéndoles dejar de cumplir sus compromisos en tanto negocian un arreglo con sus acreedores, banqueros y tenedores de bonos. De esta manera, los inversionistas de riesgo que colocan su dinero en bonos de alto riesgo y rentabilidad, compartirán con el país que los emite el costo de las crisis financieras que, en buena medida, son provocadas por la volatilidad de esos mismos inversionistas. El principio es simple y es propio del sistema capitalista: quien hace un mal negocio, pierde dinero. Hasta ahora, los prestamistas de naciones emergentes no han corrido muchos peligros: cuando se produce incumplimiento del país deudor, el FMI o el gobierno de Estados Unidos han acudido con rapidez al salvamento. Esto cambiaría radicalmente con la propuesta reciente del FMI .

² Países Pobres Altamente Endeudados. Iniciativa del Banco Mundial y el FMI orientada a la reducción de la deuda.

Construcción

Uno de los factores que incentiva la actividad de edificación tiene que ver con el atractivo de los bienes inmuebles como depósito de valor. Durante la crisis del sector, los precios de la vivienda se vieron tan golpeados que se perdió el incentivo para la compra de edificaciones como inversión. Aún esta situación no ha mejorado. Los datos sobre los precios de mercado inmobiliario indican un crecimiento muy bajo durante 2001. El DNP utiliza información del Dane, el Instituto Agustín Codazzi y Fedelonjas para monitorear los precios de los inmuebles en una muestra de doce ciudades¹. Estos datos arrojan un crecimiento promedio de 3.5% respecto a 2000 en términos nominales, que indicaría un deterioro en términos reales del valor de estos activos. No obstante, la información de otras fuentes indica que si bien los incrementos son aún bajos en el mercado inmobiliario, ya podrían estar en niveles cercanos o superiores a la inflación general. Según los datos de Camacol, los precios de la vivienda en Bogotá tuvieron un ligero crecimiento en términos reales entre abril y septiembre del año pasado, con una tasa de 0.1%. De todas formas, el comportamiento de ambas mediciones apunta a que las posibilidades de valorización de la vivienda se mantendrán muy limitadas por el momento.

De igual forma, tampoco ha sido un incentivo para la compra de vivienda la evolución de los arrendamientos. De acuerdo con el rubro del IPC que mide este gasto, los arrendamientos a partir de mediados de la década de los noventa tampoco han sido favorables, ya que se han ajustado a un ritmo inferior al de la inflación general. Los datos

más recientes, de febrero pasado, dan un crecimiento de 2.3% anual. La tendencia de las tasas ha sido ascendente desde abril del año pasado, pero los incrementos están aún muy por debajo de la inflación promedio y, por tanto, no constituyen un incentivo para la compra de vivienda. En cuanto al comportamiento futuro de los arriendos, los reportes de Fedelonjas acerca de un número creciente de predios ocupados y la percepción de otros observadores del sector que indican que, por lo menos, ya no se ven caídas en los cánones como ocurría en años anteriores, permiten esperar una moderada tendencia al alza en los arrendamientos. Las cifras no permiten anticipar las diferencias por estratos, pero lo cierto es que en el agregado aún no son claros los incentivos para la compra de vivienda desde el punto de vista de los precios.



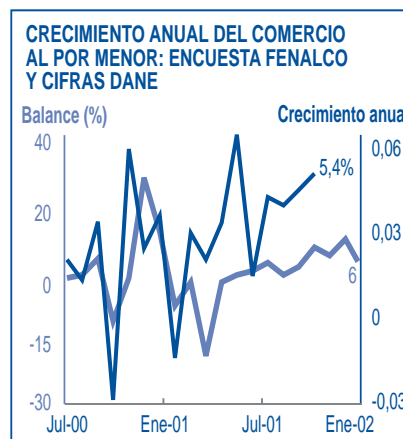
¹ Cali, Medellín, Popayán, Cartagena, Bucaramanga, Pereira, Santa Marta, Cúcuta, Barranquilla, Manizales, Neiva y Montería.

Comercio

Los comerciantes comenzaron el año con bastante Optimismo, en lo que a ventas se refiere, pero en febrero los resultados de la encuesta de opinión de Fenalco no fueron tan buenos. El balance —la diferencia entre los encuestados que opinan que sus ventas mejoraron respecto a las del mismo período del año anterior y los que perciben un deterioro— fue de 6, después de alcanzar un máximo de 12 en enero pasado. No obstante, el resultado es mejor que el de hace un año, cuando el balance fue de -5. Todo indica que, aunque los volúmenes de ventas no han alcanzado los niveles deseados, este primer trimestre arrojará un crecimiento moderado de las ventas de la actividad. El sector ha logrado estos resultados manteniendo un ritmo muy bajo de crecimiento de los precios en la mayor parte de las agrupacio-

nes, casi todas ellas con inflaciones inferiores a 3% en febrero.

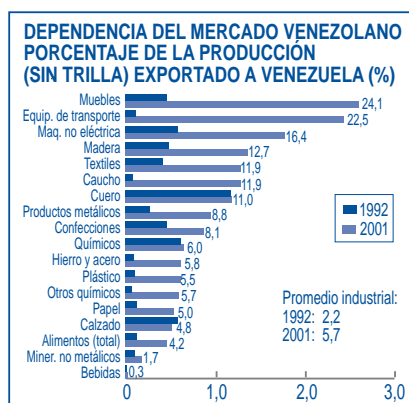
La incógnita que surge para los próximos meses es si los comerciantes lograrán mejorar sus márgenes sin afectar la recuperación de las ventas, porque lo cierto



es que en el sector se está otorgando una creciente importancia a recuperar márgenes, antes que continuar compitiendo con precios, como ha ocurrido hasta ahora. Además, algunos sectores como las ventas de vestuario, han dado señales de haber tocado fondo en el proceso de reducción de sus márgenes. Los comerciantes de esta agrupación simplemente ya no pueden reducir más sus costos y no están compensando con incrementos proporcionales en volumen, las reducciones en precios que

han adoptado durante el último año. Esta situación es común también en otros renglones minoristas. En estas circunstancias, lo más probable es que ante cualquier señal de mejora en la demanda se observe un mayor crecimiento en los precios de la mayor parte de los sectores comerciales. Una excepción puede ser el mercado de alimentos, en el que posibles restricciones de oferta (afectada por factores climáticos), pueden crear un escenario de precios al alza.

Industria

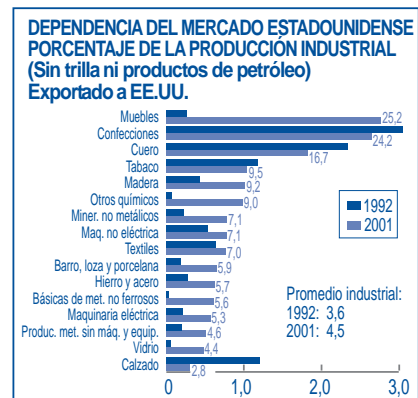


Las noticias de una recuperación más rápida de lo esperado de la economía estadounidense no podían ser más oportunas para los industriales colombianos. Después de que hace unos meses los analistas coincidían en proyectar tasas inferiores a 1% para 2002, ahora han revisado sus proyecciones y las estimaciones conservadoras apuntan a un crecimiento de 2%. La reactivación de la economía americana coincide, en esta oportunidad, con una fase de descenso en Venezuela, que hoy constituye el principal socio comercial para el sector manufacturero colombiano. En materia de crecimiento las perspectivas más optimistas se unen a la prolongación (al menos temporal) de las preferencias del ATPA y en conjunto conforman un panorama más favorable que el esperado hace apenas pocos meses para esta actividad.

¿Podrá entonces el mercado estadounidense contribuir a amortiguar el golpe que significa para la industria colombiana el deterioro de la demanda en Venezuela? En términos generales el impacto es favorable, pero en el corto plazo no necesariamente compensará plenamente la esperada caída en las ventas a nuestro vecino. En primer lugar, durante la última década, la orientación exportadora por parte de la industria se amplió más hacia Venezuela que hacia el norte: la proporción de la producción destinada a clientes venezolanos pasó de 2.2% a 5.7% entre 1992 y 2001, al tiempo que este mismo indicador para el mercado estadounidense apenas creció de 3.6% a 4.5% en el mismo período. Por supuesto, este escenario es mejor a uno en el que la orientación expor-

tadora esté en descenso. No obstante, el resultado de estas tendencias hace que hoy la industria sea más dependiente de los vaivenes de la economía venezolana, con un resultado, el año pasado, en ventas de US\$1.6 billones a Venezuela, en contraste con US\$1.2 billones generados en Estados Unidos.

Esto es lo que muestran las cifras agregadas. Pero por otro lado, no todos los sectores se afectan de igual manera frente a los movimientos de estos dos mercados. Un caso particular es el de muebles, que distribuye sus exportaciones casi en su totalidad en partes casi iguales entre los dos: en 2001 destinó 25.2% de su producción a Estados Unidos y 24.1% a Venezuela. Su baja diversificación lo coloca en una posición más vulnerable que cualquier otro sector industrial en este aspecto. Por el contrario, confecciones y cuero, mantienen coeficientes de exportación a Venezuela relativamente moderados y, aunque han disminuido su dependencia del mercado americano porque han buscado nuevos mercados, se verán potencialmente más beneficiados por el mayor dinamismo de esta economía y por el impacto positivo indirecto sobre los demás países de la región, que se cuentan entre sus principales compradores. Por último, ciertos sectores con escasas posibilidades de sustituir un mercado por otro se verán enfrentados a las alternativas de moderar el crecimiento de la producción o intentar ampliar el mercado doméstico (siendo esta última la vía menos probable). En esta situación se encontrarían la industria automotriz y algunas ramas de productos químicos



Metodología de las cifras fiscales, política fiscal reciente y estadísticas

Ministerio de Hacienda*

En las últimas semanas se han expresado muchas opiniones sobre la política fiscal reciente, la metodología de clasificación de las cifras fiscales, las estadísticas y el nivel de endeudamiento del país. Frente a este debate es esencial que los analistas y el público en general manejen una información confiable y una metodología común, para evitar la desinformación y los malentendidos. Contra toda la evidencia, se ha llegado a decir que el déficit fiscal ha sido creciente en los últimos años, que las cifras no son las reportadas por la autoridad económica, que la deuda pública creció sin par en los últimos tres años y que su nivel actual es insostenible.

En este documento hacemos una aclaración metodológica sobre la forma como se construyen las cifras fiscales producidas por el Confis, describimos la política fiscal reciente y analizamos las estadísticas fiscales, incluyendo la deuda pública.

La medición del déficit fiscal: caja versus causación¹

El déficit fiscal es un concepto que puede ser medido de diferentes formas dependiendo qué aspecto económico se quiera determinar. El concepto más amplio de déficit fiscal, utilizado en

Colombia por el Confis y el Fondo Monetario Internacional (FMI), tiene por objetivo medir el impacto del déficit fiscal sobre la demanda agregada y sobre la actividad económica del país. El Confis está utilizando la contabilidad de causación para lograr este propósito. En diferentes ocasiones el FMI ha expresado que los países que han ido en esa dirección han hecho avances significativos en términos del manejo fiscal, de las estadísticas del sector público y en transparencia fiscal.

En Colombia, desde la década del ochenta hasta finalizar la del noventa, el déficit fiscal del Gobierno Nacional Central (GNC) y del resto del sector público no financiero se midió según las operaciones efectivas de caja de las respectivas tesorerías. Esta práctica contable seguía las normas internacionales, las cuales sugerían que lo relevante en términos macroeconómicos era el efecto que el financiamiento del déficit de caja ejercía sobre los recursos disponibles de la economía. En el caso del GNC, esta metodología implicaba que todos los ingresos que entraban a la Tesorería General de la Nación se contabilizaran como una reducción del déficit y todos los pagos como un incremento del mismo. Sin embargo, en algunos casos, esta forma de actuar se traducía en una acumulación de com-

promisos de pago futuro (rezago) que no quedaban contabilizados en las cifras fiscales del año en estudio.

La metodología internacional de registro de las cifras fiscales fue cambiando desde la década del noventa, de la mano del FMI, y se empezaron a complementar las operaciones de caja con operaciones que implicaban un compromiso de pago futuro por parte de cualquier entidad pública. Colombia adoptó esta metodología al incluir algunas operaciones causadas como parte del déficit fiscal, en particular el rezago presupuestal (cuentas por pagar y reservas presupuestales) del GNC y las cuentas por pagar de algunas entidades públicas de la muestra que compone el seguimiento financiero.

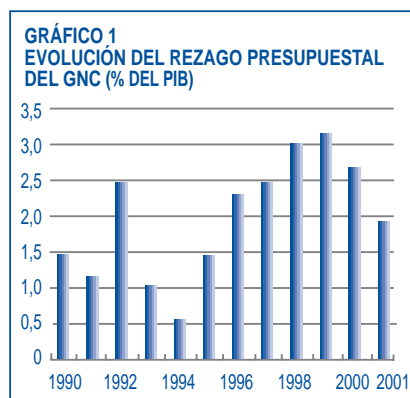
En el caso del GNC, la decisión de incorporar operaciones causadas implicó que las apropiaciones presupuestales comprometidas serían los

* Documento elaborado por la oficina de Asesores del Confis, Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

¹ Una discusión más detallada sobre el tema puede consultarse en el Documento Asesores 1-02, Confis, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, y en la carta de respuesta al Contralor sobre las cifras fiscales por parte de la oficina de Asesores del Confis (EL TIEMPO, febrero 16 de 2002).

gastos que efectivamente se contabilizarían como parte del déficit de la administración central, independientemente de que éstos se pagaran durante el año vigente o el siguiente, es decir, independientemente de si quedaban como rezago o no. Esta determinación toma el gasto del sector central en su forma más general, en el sentido de que una partida presupuestal es un gasto a ser efectuado, y por consiguiente, en algún momento futuro éste se convertirá en un pago efectivo del gobierno. La consecuencia que este cambio metodológico trae para la toma de decisiones de política económica es que ahora el Gobierno, junto con el Congreso de la República, a través de la aprobación de las apropiaciones presupuestales, son los que determinan el déficit fiscal del GNC.

El Gráfico 1 muestra la evolución del rezago presupuestal del GNC desde 1990. El nivel del rezago presupuestal pasó de representar 1.5% del PIB en 1990 a representar el equivalente a 3.2% en 1999; luego vino un período de descenso hasta alcanzar un nivel de \$2.847 mm (1.5% del PIB) en 2001. Nótese que esta caída implicó que los pagos de la Tesorería General de la Nación se dedicaron en forma cada vez más importante a cancelar compromisos de la vigencia anterior.



La evolución del rezago a lo largo de la década del noventa muestra que no hubo consistencia entre lo presupuestado anualmente y el espacio real

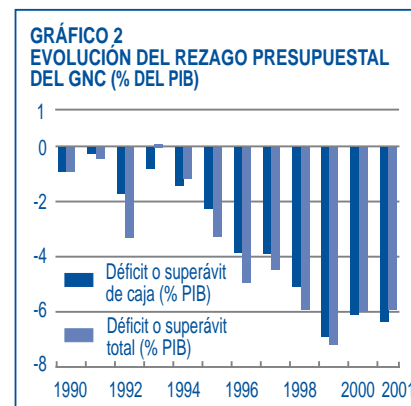
para su financiación. El resultado fue un incremento en el nivel de las obligaciones de cada vigencia, que no tenía correspondencia con los recursos disponibles por la economía para su financiamiento, lo cual restringió las posibilidades de ejecución de nuevos programas y proyectos. Así mismo, este manejo presupuestal trajo consecuencias indeseables para el manejo de la política fiscal y macroeconómica, ya que la gestión y la eficiencia de las entidades públicas se vio afectada debido a la elevación de los costos de los bienes y servicios adquiridos por el Estado, pues los proveedores involucran en el costo de éstos el financiamiento que deben dar al Gobierno. Adicionalmente, se produce otra fuente de ineficiencia en la medida en que las entidades, durante cada año, manejan dos presupuestos: el de la vigencia corriente y el de la vigencia anterior, a través de la cancelación del rezago presupuestal, lo cual dificulta el seguimiento financiero de cada entidad.

Partiendo de la premisa de que no es sano tener altos niveles de rezago presupuestal y de que mediante el control de su tamaño se genera una mayor eficiencia en el gasto público, este Gobierno se comprometió a reducirlo. En efecto, como se puede ver en el Gráfico 1, en los años 2000 y 2001 la reducción del rezago es significativa y se espera que esta tendencia continúe en el año 2002. En la práctica, la decisión del Gobierno se traduce en que los compromisos de gasto son más acordes con las posibilidades de financiamiento del sector público.

El principio de causación utilizado para la producción de las cifras fiscales del Confis no sólo se aplica para los gastos sino también para los ingresos, como es el caso de los prepagos en contratos multianuales de arrendamiento. Por ejemplo, los pagos adelantados de los derechos en el uso de una parte del espectro electromagnético en servicios de comunicación celular, las titularizaciones de crudo de Ecopetrol, las concesiones de larga distancia y los

ingresos imputados en los contratos de riesgo compartido de Telecom.

El Gráfico 2 muestra el déficit fiscal del GNC, medido en términos de caja (déficit de caja) y de causación (déficit total). Este último se calcula



como la diferencia entre los ingresos totales y los pagos, más la deuda flotante (equivalente a la variación del rezago) presupuestal, es decir, los ingresos, menos las apropiaciones presupuestales de cada vigencia fiscal. El déficit total asciende de 0.9% del PIB en 1990 a 7.1% en 1999, luego descende a 5.9% en 2001; mientras el déficit de caja alcanza 6.8% del PIB en 1999 y 6.3% en 2001. Así, el ajuste fiscal, tal y como es medido por el déficit de causación, se ha reflejado en una reducción del déficit de 1.2% del PIB, más del doble de lo que diría el déficit medido por la caja.

Es importante hacer énfasis en que el cambio en la metodología tiene implicaciones en la toma de decisiones de política económica: si se sigue hablando de déficit de caja, las decisiones de política se trasladan a la Tesorería General de la Nación, a través del Confis. En efecto, el cumplimiento de una meta fiscal se limita al control de los pagos (cosa que es relativamente fácil). Es decir, si se siguiera la sugerencia de la metodología de caja para la medición del déficit, se podría continuar con una acumulación de rezago presupuestal (como venía ocurriendo desde la década del

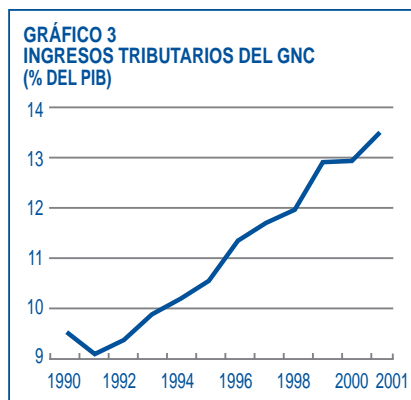
noventa) o por lo menos mantener el nivel de finales de la década pasada (dejando para otros gobiernos la resolución de ese problema).

Ingresos tributarios, gastos, pagos y déficit primario del GNC

El ajuste fiscal de los últimos años se ha logrado tanto por un aumento en los ingresos como por un control del gasto.

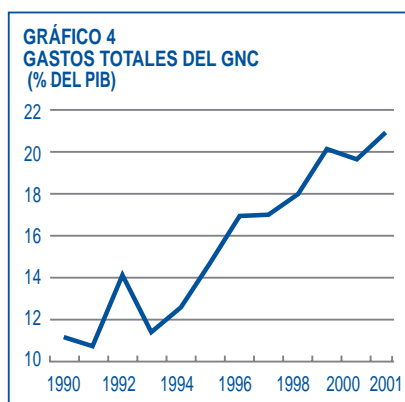
Ingresos tributarios

El Gráfico 3 muestra el comportamiento de los ingresos tributarios del GNC desde 1990. Se observa que dichos ingresos mantuvieron su participación en el producto en niveles entre 9% y 10% del PIB entre 1990 y 1996. Luego, para el período entre 1997 y 1999 alcanzaron niveles alrededor de 11%. Para 2001, los ingresos tributarios alcanzan un nivel histórico de 13.3% del PIB, es decir, la carga tributaria aumentó cerca de 3 puntos del PIB en los últimos tres años.



Gastos y pagos

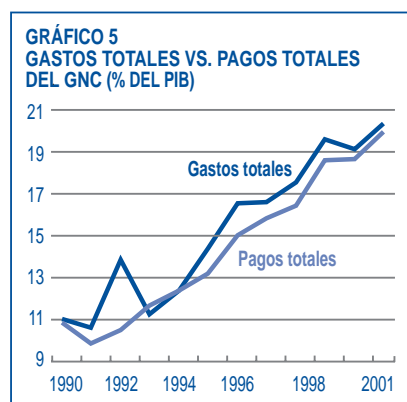
El comportamiento de los gastos totales del GNC se muestra en el Gráfico 4. Los gastos presentan una tendencia creciente y continua desde inicios de los noventa, con un quiebre en el año 2000. Los gastos parten de una participación en el PIB de 11.2% en 1990 y alcanzan un nivel máximo de



20.6% en 2001, es decir, el gasto aumentó en 9.4 puntos del PIB en el período. De este incremento, 6.6 puntos se dieron entre 1990 y 1998, y el resto, 2.8 puntos, en los últimos tres años. Los gastos sin intereses sólo aumentaron 1.7% del PIB en este último lapso. Esto último es una muestra del peso que tiene el pago de intereses derivado del gran endeudamiento público de los años anteriores a 1999, consecuencia a su vez de los abultados déficit.

Antes de continuar es bueno hacer una aclaración, que tiene que ver con la confusión común de los analistas y el público en general sobre el comportamiento de los gastos versus los pagos del GNC. Se han mencionado las altas tasas de crecimiento de los gastos, medidos a través de las operaciones efectivas de caja, en el año 2001. Evidentemente, estas tasas parecerían exageradas y podrían interpretarse como un desmadre del gasto público: 18% de aumento (9% de crecimiento real) en los pagos totales, 19% en los gastos de funcionamiento (10% de crecimiento real) y 18% en la inversión (10% de crecimiento real). Sin embargo, debe tenerse en cuenta, como se explicó anteriormente, que el déficit fiscal no se mide por los gastos de caja (los pagos) sino por la causación del gasto.

El Gráfico 5 muestra la evolución de los gastos y los pagos totales del GNC desde 1990. Se observa que a mediados de los noventa las dos variables se alejan y que al final de la década se acercan.



Nótese que la distancia está dada por el valor de los compromisos que no se cancelan sino que entran a formar parte del rezago presupuestal de la vigencia (Gráfico 1).

Para 2001, el fuerte crecimiento en los pagos refleja un desatraso en gastos causados anteriormente, que era conveniente para darle oxígeno a muchos sectores que estaban afectados por el incumplimiento en los pagos por parte del sector público. En el año 2001, se redujo el rezago presupuestal en cerca de \$1 billón. Este desatraso, que se hizo como una política anticíclica, no afecta el déficit del año, pero sí el crecimiento de los pagos.

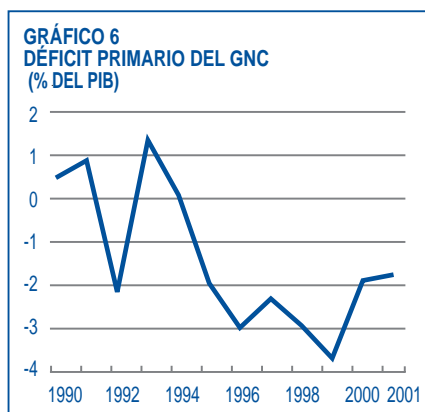
Es importante hacer un comentario sobre los gastos de 2001, los cuales se incrementan como porcentaje del PIB en 1.3 puntos frente a los del año 2000, después de que éstos se habían reducido en 0.4 puntos del PIB entre 1999 y 2000. El año pasado surgieron presiones ineludibles de gasto provenientes del sector de defensa, del sector salud, al estallar la crisis hospitalaria, del ISS, así como la crisis cafetera. Adicionalmente, el problema pensional del cual se ha hablado tanto como la amenaza de las finanzas públicas hacia el futuro, empezó a manifestarse con su demoledor efecto: el pago de pensiones a cargo de la Nación aumentó 11% real entre 2000 y 2001 y sobrepasó todas las proyecciones que se habían hecho. En resumen, el incremento en la participación de los gastos en el PIB de 1.3 puntos en el año 2001, se debe a lo siguiente:

MAYORES GASTOS DEL GNC EN 2001 (% del PIB)

Rubro	Monto (%)
Pago de pensiones	0,3
Rescate del ISS	0,3
Gastos militares	0,3
Inversión social	0,6
Otros gastos	-0,2
Total gasto	1,3

Déficit primario

Un indicador fundamental de la salud de las finanzas públicas es el déficit primario, es decir, el balance fiscal sin intereses, porque muestra si el gobierno tiene que endeudarse para servir la deuda. Como se muestra en el Gráfico 6, el déficit primario tuvo su peor nivel en 1999 cuando alcanzó 3.7% del PIB. En los últimos dos años se ha venido disminuyendo de manera sostenida y ya para 2001 alcanza un nivel de 1.8 del PIB, es decir, en los últimos dos años se observa un ajuste en las finanzas del GNC de 1.9% del PIB.

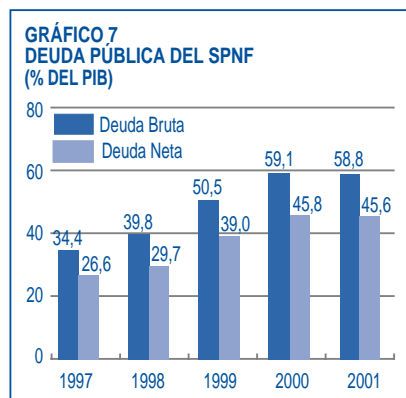


La deuda pública

La preocupación por el nivel de endeudamiento que han expresado tantos analistas recientemente es válida, aunque a veces exagerada. El país tiene que reducir su ritmo de endeudamiento, lo cual implica continuar reduciendo el déficit fiscal. Para empezar a reducir el nivel de endeudamiento tiene que gene-

rar superávit primario de manera sostenida y por ello no se puede desfallecer en el esfuerzo de ajuste fiscal, como lo hemos repetido tantas veces.

El Gráfico 7 muestra la deuda bruta y neta totales del sector público no financiero, las cuales son construidas utilizando información de Crédito Público, Banco de la República y la Contraloría General de la Nación². La deuda bruta asciende de 34.4% del PIB en 1997 a 58.8% en septiembre de 2001, mientras la deuda neta lo hace de




26.6% del PIB a 45.6% del PIB en el mismo período. Como se muestra en la gráfica, el ritmo de endeudamiento no ha aumentado sino que ha permanecido constante durante los dos últimos años, como es lógico si el déficit primario se ha hecho menor. No debe olvidarse que el crecimiento del endeudamiento externo de 2001 recoge buena parte del endeudamiento de 2002. En tasas de crecimiento real, que no son mostradas aquí, se observa que la deuda bruta y neta aumentan en sólo 2% a septiembre de 2001. Si se evalúa su ritmo de crecimiento (la segunda derivada), la deuda bruta y neta han caído respectivamente en 44% y 52% promedio en los dos últimos dos años.

Por otro lado, se ha mejorado el perfil de la deuda: en 1997, 92% de la deuda interna y 54% de la externa estaban contratados con vencimientos de 5 años o menos; en 2001 este porcentaje se había reducido a 59% y 52%, respectivamente. La duración media de la

deuda interna aumentó de 0.95 años en 1997 a 2.1 en 2001.

Por último, no debe olvidarse que parte del deterioro de los indicadores de la deuda en los años recientes se explica por el efecto que sobre su contabilización tienen la devaluación de la tasa de cambio y el crecimiento del PIB. Si la devaluación desde 1997 hubiese sido igual a la inflación, la proporción de deuda sobre PIB sería 5 puntos menor. Si además la economía hubiese crecido a un ritmo sostenido de 3.5% anual, esta relación sería 5.1 puntos menor. El efecto conjunto de estos dos es que la relación de deuda a PIB sería de 9.8 puntos menor que hoy en día.

Conclusión

Al mirar objetivamente los datos, éstos muestran sin duda alguna que sí ha habido un ajuste fiscal sostenido en los últimos años. Si el año pasado éste no fue mayor se debió a razones coyunturales y a consideraciones sobre el impacto social de un mayor ajuste. Un buen manejo económico es aquel que permite equilibrar lo políticamente viable y lo socialmente necesario con lo económicamente adecuado. Es lo que se ha logrado por parte de la autoridad fiscal. Que el ajuste es insuficiente todavía para garantizar la estabilidad de la deuda pública hacia el futuro, es también innegable. Por eso, es necesario terminar de hacer las reformas estructurales que alivien las presiones fundamentales de gasto hacia el futuro y sin las cuales ningún ajuste fiscal sería suficiente. 

² La deuda bruta se construye como la suma horizontal de las deudas de las entidades que componen el sector público no financiero con entidades públicas o privadas (internas o externas), mientras la deuda neta es la deuda bruta descontando todas las deudas al interior del sector público, es decir, es la deuda consolidada de dicho sector. Próximamente la oficina de Asesores del Confis publicará un documento sobre la deuda pública colombiana. En él se explicará la metodología de cálculo de las cifras presentadas aquí.

Situación monetaria y financiera

Política monetaria

Tercera reducción en las tasas de interés. Las tasas activas del sistema financiero continuaron reportando reducciones, siguiendo el curso de la política expansiva que el Banco de la República ha ejercido durante el año anterior y lo corrido del actual. La segunda semana de abril, la tasa activa promedio del sistema financiero bajó de 18.57% efectiva anual de fin de año a 15.9%, tras un corto episodio de relativa estabilidad en las mismas observadas durante el mes de noviembre anterior.

Desde esa fecha, hasta antes de la decisión de enero 18, el Banco de la República ya había reducido sus tasas de expansión en 100 puntos básicos, con lo cual el margen nominal entre el costo del dinero y el ingreso por las colocaciones de crédito del sistema financiero –esto es, su rendimiento bruto– apuntaba durante ocho semanas a un aumento de 134 puntos básicos. Hasta comienzos de marzo, el Emisor mantuvo sin modificación la estructura de las tasas de interés de intervención y las tasas activas aumentaron la volatilidad –afectadas principalmente por el mercado cambiario–, fluctuando entre un máximo de 18.54% a comienzos de febrero y el mínimo de 15.9% a mitad de abril. De todos modos, se encuentran en niveles inferiores a los del cierre del año anterior.

Con todo, estos movimientos ubican a las tasas activas en los menores niveles de los últimos diez años, tanto en términos nominales como reales.

El viernes 15 de marzo, redujo por tercera vez en el año todas sus tasas. En esta oportunidad, la baja fue mayor a la esperada (0.75 puntos porcentuales): las de contracción se ubicaron en 5.25% y 6.25% y las de expansión en 8% y 11%. El Banco de la República ha considerado conveniente espaciar en el tiempo sus decisiones y, como ya es usual, argumenta su posición en el aumento de la probabilidad en el cumplimiento de la meta de inflación y en el hecho de que –según la autoridad– los indicadores de actividad productiva señalan una lenta recuperación de la demanda interna: la noción de ‘recuperación’, por encima de su adjetivo ‘lenta’, ha primado durante los dos últimos meses. Asimismo, el emisor sostiene que en el frente externo, la economía de Estados Unidos apunta hacia una recuperación más temprana de lo esperado algunos meses atrás.

Inflación en baja. Desde octubre del año anterior, cuando la inflación anual llegó a 8%, el ritmo de crecimiento de

los precios viene en sostenido descenso. A fin de marzo, la inflación se ubicó en 5.89% –la meta para este año es 6%–, luego de haber registrado 6.7% un mes atrás y 7.81% en marzo del año anterior. A pesar de que la inflación de alimentos aún se mantiene por encima de la inflación global, este importante rubro de la canasta básica muestra una tendencia persistente a la baja desde el mes de octubre del año anterior. Aun cuando existe el riesgo de que esta tendencia se revierta –asociado a la probabilidad de ocurrencia del Fenómeno del Niño este año–, si la inflación de alimentos converge hacia la inflación global, el manejo monetario estará sometido a menores incertidumbres y con ello, el logro de la meta de inflación para este año.

De otro lado, el lento ritmo de devaluación –que a fin del año anterior llegó a 2.8% anual y a mediados de abril se ubica en -2.95%– ha contribuido a mantener en tasas muy moderadas el ritmo de crecimiento del precio de los bienes transables. En efecto, la inflación anual de este grupo de bienes llegó a 7.7% anual (apenas 5 puntos básicos por encima de la inflación total) y, al ritmo actual de devaluación, la tendencia se debe mantener. De todos modos, a la fecha, los *forwards* a tres, seis y nueve meses, se están transando con una devaluación implícita de 8.1% los dos primeros y 8.5% los últimos –más elevadas que la devaluación actual–. Las expectativas sugieren, entonces, que en el plazo mediano la tasa de cambio debe volver a crecer a tasas superiores a la inflación esperada, contribuyendo a recuperar la competitividad de las exportaciones, pero manteniendo una leve presión sobre los precios domésticos.

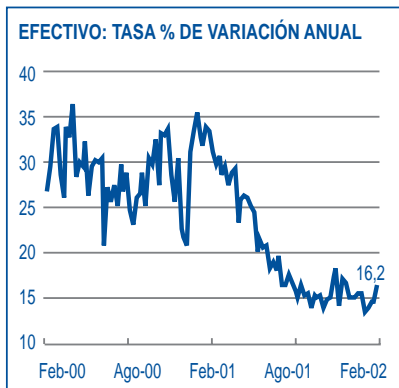
El año pasado, la meta de inflación se sobrecumplió: el ritmo anual de crecimiento de los precios resultó 0.4 puntos porcentuales inferior a la meta programada de 8%.

Agregados monetarios

En marzo 2 de 2002, el Banco de la República volvió a revisar la línea de referencia de la base monetaria. Ya lo había hecho en dos oportunidades durante el año anterior, ajustando sus tasas de crecimiento en arreglo con cambios estructurales en la demanda de dinero, tal como el impuesto a las transacciones financieras y, posteriormente, la exención del mismo impuesto a los retiros de cuentas hipotecarias hasta un monto de \$3.9 millones.

En esta oportunidad, la modificación se motivó por la distancia que venía tomando la base monetaria observada y la trayectoria indicativa de la línea de referencia. Al

Moneda y crédito



final de febrero, la primera se ubicó 6.1% en promedio por encima de la línea inicial (\$620 mil millones de pesos), situación originada en una aceleración de la demanda de efectivo. La explicación de este último hecho se encuentra en la disminu-

ción del costo de oportunidad: la baja tasa de interés del ahorro.

Como es usual, la demanda de efectivo aumenta al finalizar el año, aun cuando desde hace un año, su tasa de expansión ha decaído considerablemente por dos razones. De un lado, por el menor crecimiento del PIB nominal —asociado a la debilidad de la actividad económica global— y, de otro, porque la permanencia del impuesto a las transacciones financieras ha disipado el impacto negativo sobre las decisiones de portafolio. De comparar agregados monetarios antes y después del impuesto, ahora la comparación incluye el gravamen en todos los momentos. En febrero y marzo del año pasado, la demanda de efectivo creció a tasas cercanas al 30%, mientras que en la actualidad lo hace al 16.2%, en un nuevo episodio de alza luego de la normal moderación pasado el cierre de diciembre.

Las cuentas corrientes mantienen moderadas tasas de crecimiento del orden del 8.4% anual, tras un período de escaso crecimiento característico de la segunda mitad del año anterior. Así, los medios de pagos más líquidos registran una moderada tendencia de recuperación observada desde mediados del año anterior, pero de todos modos es relativamente baja si se la compara con el ritmo de crecimiento de un año atrás. La preferencia por la liquidez se expande a menor ritmo, a favor del ahorro que comienza a volver al sistema financiero.

Ahorro financiero

Luego de haberse estabilizado el ritmo de crecimiento de la oferta monetaria ampliada (M3) durante los primeros dos trimestres del año anterior (en torno al 6.5% y 7.5% anual), el ahorro financiero aumentó su ritmo durante el último trimestre hasta llegar a la máxima expansión anual en diciembre pasado (12.1% puntual en la segunda semana del mes, 9.7% en el promedio). En tanto

el efectivo y las cuentas corrientes mantienen tasas positivas pero moderadas de crecimiento —en relación con las registradas un año atrás—, la recuperación del agregado ampliado M3 se explica por la expansión que viene registrando el ahorro tradicional tanto en bancos comerciales como en hipotecarios. Durante el primer trimestre del año en curso ha ocurrido una corrección a la baja en el ritmo de crecimiento de M3, aun cuando la tendencia es a sostenerse en tasas relativamente elevadas (alrededor del 8% anual). Esta corrección, también se explica por la dinámica de los depósitos de ahorro tradicional e hipotecario, los cuales luego de registrar tasas anuales de crecimiento de 10% los primeros y de 26.2% los segundos durante el mes de diciembre, moderan su crecimiento a 19.5% y 8.4% al finalizar el mes de febrero. Se trata de tasas de crecimiento que no se habían vuelto a observar desde comienzos del año 2000, con la diferencia de que hace dos años se ralentizaba la dinámica de los depósitos mientras que ahora ésta va en aumento.

Se ha mantenido el proceso de retorno de los depósitos de ahorro hacia el sistema de crédito, a pesar del impuesto a las transacciones financieras y la baja rentabilidad relativa de los mismos.

Los depósitos de ahorro menos líquidos vuelven a ceder terreno luego de la expansión que registraron durante todo el año anterior. Mientras en septiembre pasado los CDT en bancos comerciales llegaron a su máximo ritmo de crecimiento

(17.2%), al finalizar febrero crecen a un moderado 2%. Los CDT en bancos hipotecarios aumentan su tendencia a la contracción. La razón, el bajo rendimiento de los depósitos de ahorro. El ahorro

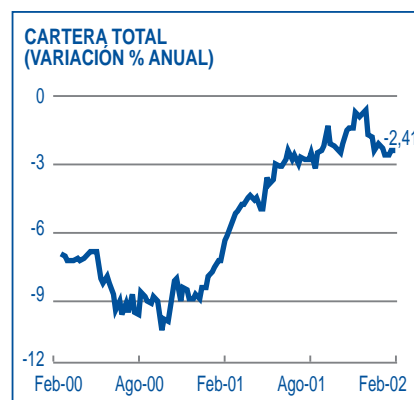


Moneda y crédito

tradicional, por lo menos, mantiene la ventaja de su mayor liquidez.

No cambia de manera significativa, entonces, la tendencia observada desde la mitad del año anterior: el ahorro financiero muestra signos de recuperación y se profundiza el comportamiento prácticamente opuesto de los depósitos de ahorro en bancos comerciales e hipotecarios: aumentan los recursos para el crédito comercial y de consumo mientras los recursos para construcción y vivienda escasean.

El crédito aún no pisa terreno firme. Las colocaciones en cartera continúan deprimidas. No se contraen a las escandalosas tasas que observamos durante los dos últimos años, pero no salen de territorio negativo. Hasta fines de



diciembre pasado, el ritmo de contracción del crédito total se había reducido hasta -0.51% anual, esto es, muy cerca a registrar por fin tasas positivas de crecimiento. Si bien esto no es satisfactorio por sí mismo, resultaba alentador que la caída parecía llegar a su término, en tanto la tendencia a su desaceleración se sostenía desde septiembre del año 2000, momento en el cual el crédito decrecía en 10.6%. En los tres meses corridos del presente año, la cartera total ha vuelto a romper aquella tendencia y registra ahora una contracción de -2.3%.

La cartera hipotecaria ha mantenido unas tasas constantes de contracción durante este comienzo de año, mientras que el crédito comercial registró un freno en la velocidad de su expansión. En efecto, mientras la primera decrece en torno al 6% durante los tres primeros meses del año, la segunda pasó de crecer 8% a comienzos del mismo, 5% al finalizar febrero. Así, este episodio de reciente aceleración en la caída de la cartera responde a la menor expansión de la cartera comercial, que había venido mostrando crecientes ritmos durante todo el año anterior. Las expectativas desfavorables sobre el futuro inmediato, la postergación de proyectos de inversión y la debilidad del consumo asociada al alto desempleo, están detrás de este comportamiento.

En pesos constantes, el crédito total de la economía se reduce a final de febrero en -9.2% anual. Esta debilidad continúa poniendo freno a la recuperación de la economía. Desde agosto del año 2000 se ha reducido la velocidad en la contracción del crédito total, pero la evidente

debilidad de la demanda global no permite pever un cambio significativo en esta circunstancia.

Tasa de interés

La tasa DTF continúa su tendencia a la baja. Entre la primera semana de enero y la primera de marzo, la tasa promedio de los depósitos de ahorro a 90 días ha disminuído 72 puntos básicos. En términos reales, se ubica hoy en 3.8% y en nominales en 10.75% efectiva anual.

Son cuatro las razones que explican la persistencia en la baja retribución al ahorro. Ha disminuído la presión que ejercían las necesidades de financiamiento del sector público sobre las tasas de interés del sistema a través de las colocaciones de TES. De hecho, la brecha entre la tasa de TES a un año y su equivalente anual de DTF se ha cerrado: la diferencia entre ambas es 1.75% a comienzos de marzo, situación que prevalece desde hace un año atrás. Adicionalmente, en tanto la reactivación del crédito es aún parcial –básicamente en bancos comerciales–, no hay una fuerte competencia por las fuentes del mismo, de manera que las tasas de captación privadas y públicas no presentan distorsiones importantes. De otro lado, las expectativas de inflación se mantienen bajas y se espera que el piso determinado por las tasas de intervención del Banco de la República continúe cediendo durante los próximos meses. Por último, el riesgo crediticio persiste mientras se mantenga la debilidad en la actividad económica, de manera que no se vislumbra una explosión de colocaciones de cartera que exijan al sistema financiero atraer recursos mediante el expediente de mayores rendimientos por el ahorro.

Perspectivas

Esperamos que durante los próximos meses, por lo menos hasta el fin del primer semestre del año, la DTF se mantenga en la tendencia a la baja, con algunos repuntes semanales asociados a incertidumbre de corto plazo por el ciclo político y el curso del conflicto interno. Estos dos elementos generarán aumentos en la volatilidad de la tasa de cambio y, con ella, en la preferencia por liquidez alterando las tasas de interés. El Emisor debe continuar disminuyendo sus tasas de intervención, llevando también a la baja toda la estructura de tasas del sistema. Hasta inicios del segundo semestre, la tasa de interés pasiva no debe superar el 11.5% y las activas, niveles del orden del 18%. En lo que resta del año, el rendimiento del ahorro deberá subir de manera moderada (hasta 12.5%) porque el premio real al ahorro es muy bajo. **ANIF**

El mercado de TES sigue reinando

Introducción

A pesar del problema de inseguridad en el país y de la difícil situación económica, las expectativas de baja inflación y la mayor liquidez del mercado permitieron un mayor dinamismo en el mercado de deuda pública el año pasado. La baja demanda de crédito permitió que los recursos de las entidades financieras estuvieran dirigidos hacia una mayor inversión en deuda pública interna, la cual, bajo un escenario de baja inflación, resultaba rentable.

El dinamismo en el mercado de TES no sólo se dio a través de nuevas emisiones, sino también por medio de estrategias de refinanciación. El intercambio de deuda interna (*swap*) que comenzó el año pasado, se convirtió en un mecanismo innovador para mejorar la estructura de pagos de las finanzas públicas del país. Las operaciones realizadas consistieron principalmente en el cambio de papeles de corto y mediano plazo indexados (al IPC y a la TRM) por títulos de largo plazo a tasa fija, lo que permitió alargar la duración del pasivo de la nación.

Para este año, el Gobierno Nacional espera que los TES continúen siendo su principal fuente de financiamiento. Sin embargo, es necesario que

el Gobierno mantenga un crecimiento moderado de la deuda con una adecuada estructura de plazos. También es importante que continúen los esfuerzos de profundización del mercado con el fin de mantenerlo más dinámico y atractivo para el inversionista.

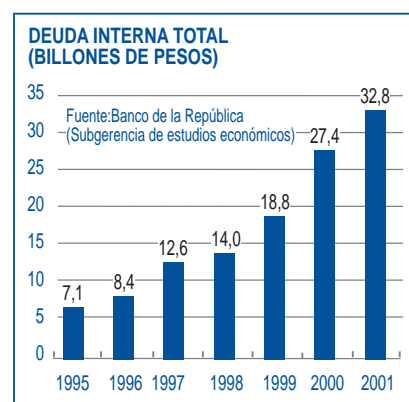
Para el Gobierno, los canjes son una buena opción en un ambiente de bajas tasas de interés.

Por otra parte, la estrategia de canje adoptada por el Gobierno desde el año pasado, con el propósito de aliviar las presiones de pago en el corto plazo, puede seguir siendo una opción interesante. Su éxito dependerá de factores tales como el nivel de las tasas de interés, las expectativas de inflación y el comportamiento de la tasa de cambio. Para el Gobierno, los canjes son una buena opción en un ambiente de bajas tasas de interés, ya que se consigue deuda a un costo relativamente más bajo. En cuanto al inversionista, los canjes –por papeles de más largo plazo a tasa fija– seguirán siendo una

alternativa de mayor rentabilidad en la medida en que se mantengan las expectativas de baja inflación y baja devaluación.

¿Qué ha pasado en el mercado de TES?

Aumenta el monto de la deuda interna. La deuda interna neta¹ ha registrado una disminución en su crecimiento: (20% nominal entre 2000 y 2001 versus 46% entre 1999 y 2000). Sin embargo, el monto total sigue sien-



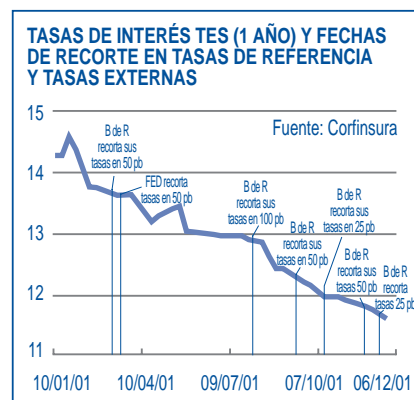
¹ Deuda interna total del sector público no financiero (SPNF). Incluye Gobierno Nacional Central, Entidades territoriales y resto del SPNF. El Gobierno Nacional Central representa 76% del total.

do considerable (17.5% del PIB) y, en consecuencia, el pago de las obligaciones también. A diciembre de 2001 la deuda interna total sumaba \$32.8 billones.

En 2001 se colocaron \$12.8 billones por medio de subastas primarias: \$6.4 billones en operaciones convenidas y \$6.4 billones en operaciones forzosas. Las subastas primarias cerraron 2001 39% por encima de lo presupuestado (\$1.8 billones más), de los cuales \$1.2 billones se utilizaron como prefinanciamiento de 2002. Lo demás se destinó a cubrir el mayor déficit fiscal de ese año.

Bajaron las tasas de interés

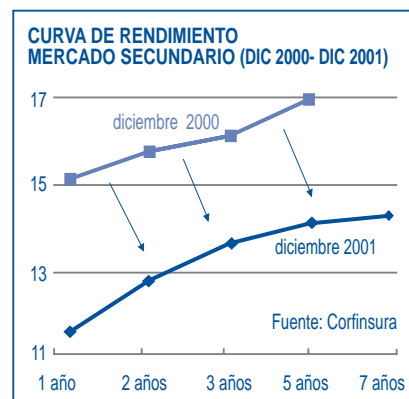
La mayor demanda por TES por parte de las entidades financieras y los fondos de pensiones resultó en una marcada tendencia decreciente en las tasas de interés de dichos títulos, lo que permitió una reducción en el costo de la deuda interna del Gobierno. A esto se sumaron los recortes en las tasas de interés de referencia realizados por el Banco de la República, lo que impulsó mayores disminuciones en las tasas de los TES. También contribuyeron las reducciones en las tasas



externas de Estados Unidos.

En el caso de los TES a tasa fija, las tasas de aprobación para todos los plazos descendieron a lo largo de 2001. Para el plazo de un año, la tasa bajó 260 pb al pasar de 14.2% a 11.6%, la tasa a

dos años bajó 259 pb pasando de 15.4% a 12.8%, la tasa a tres años bajó 250 pb de 15.9% a 13.4%, la tasa de 5 años disminuyó 300 pb de 16.9% a 13.9% y los papeles a 7 años cayeron 69 pb al pasar de 14.9% a 14.2% (entre agosto cuando se emitieron y diciembre de 2001).



Para darle mayor profundidad al mercado, el Gobierno emitió nuevos títulos indexados a diferentes variables y a distintos plazos.

Se buscó mayor profundidad en el mercado

Para darle mayor profundidad al mercado, el Gobierno emitió nuevos títulos indexados a diferentes variables y a distintos plazos, aprovechando la situación del mercado interno, las necesidades de financiamiento y las demandas de los inversionistas locales. Entre los nuevos títulos se incluyeron TES a 90 días, emitidos en octubre del año pasado con el fin de crear un punto de referencia de corto plazo en la curva, disminuyendo de tal modo la dependencia hacia la DTF. Sin embargo, hasta el momento, los resultados de colocación y liquidez de estos papeles se encuentran por deba-

jo de lo esperado, lo que demuestra su poco atractivo en cuanto a rentabilidad. Si no se logra aumentar la liquidez de estos papeles es difícil que se conviertan en una buena referencia para el mercado. Los demás títulos emitidos fueron de largo plazo –entre 8 y 10 años– indexados a la TRM, el IPC y la UVR.

En cuanto al tipo de inversionista, las entidades públicas concentraron sus inversiones en deuda a un año. Esto demuestra sus mayores necesidades de recursos en el corto plazo. Al contrario, la participación del sector privado se dio en mayor proporción para TES de largo plazo (2 a 7 años).

Los canjes cambiaron el perfil de la deuda

A través de los canjes, el Gobierno desarrolló una estrategia de mejoramiento de sus pasivos, al disminuir su deuda con vencimiento en los próximos cinco años por títulos de más largo plazo. Esto se traduce en un alivio para el costo del servicio de la deuda en el corto plazo. Por su parte, el inversionista encontró en los canjes una oportunidad de cambiar papeles de corto plazo con bajo rendimiento por papeles de largo plazo con una buena rentabilidad y mayor liquidez en el mercado. Actualmente, los papeles de largo plazo (entre 5 y 10 años) son los más líquidos del mercado.

RECOMPRAS DE TÍTULOS POR CANJE (\$ mil millones)

Vencimiento de TES	Canje de junio 2001
2001	880
2002	2820
2003	1140
2004	290
2005	510
Total	5640

Fuente: Corfinsura, Minhacienda

**RECOMPRAS DE
TÍTULOS POR CANJE
(US\$ millones)**

Vencimiento de TES	TES-TRM	
	Canje de Ene 2002	Canje de Mar 2002
2002	46	24
2003	94	44
2004	114	60
2006	71	56
Total	325	184

Fuente: Corfinsura, Minhacienda

**Canje efectuado en junio
de 2001: menores vencimien-
tos en el corto plazo**

Al disminuir los vencimientos de papeles en los próximos cuatro años, el Gobierno logró ampliar la estructura de pago de sus pasivos. Se cambiaron títulos con vencimiento entre 2001 y 2005 a tasa fija y títulos atados al IPC con vencimientos hasta el año 2005, por tres títulos de mayor duración (tasa fija 3 a 5 años e IPC a 10 años). Con esta operación, el Gobierno redujo los montos de los papeles de deuda interna de los próximos cuatro años en \$5.64 billones (Véase Cuadro) e incrementó la vida promedio del portafolio, que pasó de 3.4 años a 4.5 años. Según el Ministerio de Hacienda, el canje le significó al Gobierno un ahorro a valor presente de \$62 mil millones.

Los papeles se colocaron a tasas relativamente bajas, ya que entre la fecha en que se anunció el canje y el día en que se realizó la operación, las tasas tendieron a bajar.

**Canjes realizados en 2002
(enero y marzo): menos
presión en el corto plazo y
sostenimiento del dólar**

Al igual que con el primer canje, con los dos canjes realizados este año, el objetivo del Gobierno era disminuir la presión en el pago de obligaciones

para los próximos años, intercambiando papeles de corto y mediano plazo por títulos de mayor plazo. Sin embargo, estos canjes también cumplían tres objetivos adicionales: 1) sostener el valor del dólar mediante un aumento en la demanda, 2) generar un punto de referencia de más largo plazo en la curva de rendimiento, y 3) conseguir tasas más adecuadas para el pago del servicio de la deuda en medio de expectativas a la baja en tasas de interés.

Los títulos atados a la tasa de cambio (TES TRM) comenzaron a registrar una baja rentabilidad para los

por papeles a 10 años (enero 2012) a una tasa de 14.6%.

Los nuevos papeles ya han comenzado a registrar un dinamismo en el mercado secundario, donde actualmente se transan a 14.75%.

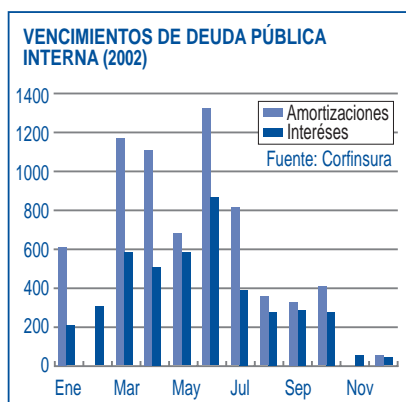
Al igual que el de enero, el canje de marzo pasado consistió en intercambiar TES con vencimiento entre 2002 y 2006 por una nueva emisión de títulos de largo plazo con vencimiento en 2012. Se canjearon en total US\$183.9 millones a una tasa de 14.65%, sólo cinco puntos por encima del canje anterior.

El Gobierno compró títulos con vencimiento este año, aliviando así la presión en el pago de pasivos en el muy corto plazo. Sin embargo, como se aprecia en el gráfico, las emisiones canjeadas se concentraron en las de más largo plazo: papeles de 2004 y 2006 (US\$60 y 50 millones respectivamente). No obstante, la duración promedio de los papeles indexados a la TRM pasó de 1.25 años a 5.70 años.

**¿Qué prima pagó
el Gobierno?**

Para el Gobierno, la colocación de deuda de largo plazo a través de los canjes significó un costo menor frente a la alternativa de efectuar una nueva emisión. Con el intercambio de deuda, el Gobierno le ofreció al inversionista dos ventajas adicionales, lo que le permitió negociar una prima menor sobre el rendimiento de referencia en comparación con la prima exigida por el inversionista en una emisión nueva.

Primero, para muchos inversionistas, la posibilidad de entregar sus títulos atados a la TRM, en un ambiente de baja devaluación, significó una oportunidad de aumentar el rendimiento de su inversión. Segundo, la experiencia del Gobierno ha demostrado que el tamaño de las nuevas emisiones está por debajo de los montos colocados a través de los canjes. Teniendo en cuenta que con un tamaño mayor de emisión se le da más liquidez al mercado, los canjes se convierten en una alternativa más atractiva para el inversionista.



inversionistas, debido a la tendencia revaluacionista del peso colombiano. Teniendo en cuenta que varios inversionistas de estos TES preferían tener otro tipo de papel, se efectuó un canje de TES atados a la TRM por TES tasa fija a 10 años de plazo. El intercambio por papeles de mayor plazo a tasa fija le significaba al inversionista un menor riesgo, dada la mayor liquidez de los papeles de diez años, las expectativas de baja inflación y las actuales condiciones revaluacionistas del peso.

A través del canje de enero pasado, el Gobierno amplió la curva de rendimiento de la deuda pública interna al incluir un plazo mayor (10 años), redujo su exposición en dólares y alivió el costo del servicio de la deuda en el corto plazo. Se canjearon en total US\$325 millones en títulos con vencimiento entre junio/2002 y marzo/2006

**COLOCACIONES
DE DEUDA INTERNA
(\$ billones) 2001 Y 2002**

	Ejecución 2001	Presupuesto 2002
Subastas	6.4	4.5
Convenidas	5.0	4.9
Forzosas	1.4	1.4
Total	12.8	10.9

Fuente: Ministerio de Hacienda.

**¿Qué se espera para 2002
en materia de financiación?**

Este año se espera que el Gobierno esté muy activo en la colocación de nueva deuda y en el manejo eficiente de sus pasivos. Por consiguiente, se tiene presupuestado colocar un total de recursos de \$10.9 billones por medio de TES, de los cuales \$4.5 billones se conseguirán a través de subastas y lo restante por medio de colocaciones convenidas y forzosas. Sin embargo, las colocaciones previstas para este año son inferiores a las del año pasado, debido a que el Gobierno consiguió un ahorro a través de los canjes y logró una prefinanciación para 2002 a través de emisiones realizadas el año pasado.

Se prevé que gran parte de las colocaciones se realicen en el primer semestre, si se tiene en cuenta lo siguiente: 1) la baja inflación registrada y los recortes en las tasas de referencia del Emisor, le permiten al Gobierno negociar menores tasas; 2) existe un interés por parte del Gobierno saliente de asegurar la financiación del déficit fiscal antes de terminar su período; 3) cerca de 70% de los vencimientos del año se concentran en el primer semestre; 4) la demanda por papeles es alta ya que los fondos de pensiones están con recursos frescos provenientes de las cesantías depositadas a comienzos del año. En lo corrido del año, las subastas de TES realizadas suman \$2.8 billones, más de 50% de lo presupuestado por esta vía.

**¿Qué facilitará el
financiamiento en este año?**

Si los niveles de crédito del sistema financiero se mantienen relativamente bajos, la liquidez del mercado se traducirá en una alta demanda por títulos del Gobierno, teniendo en cuenta las pocas alternativas de inversión existentes. A esto se suma una importante demanda por parte de los fondos de pensiones, cuyos portafolios de inversión continúan creciendo a tasas muy atractivas. Esta demanda, junto con la meta de inflación de 6% para este año, le permitirá al

**Para este año se
tiene presupuestado
colocar un total
de recursos de
\$10.9 billones por
medio de TES.**

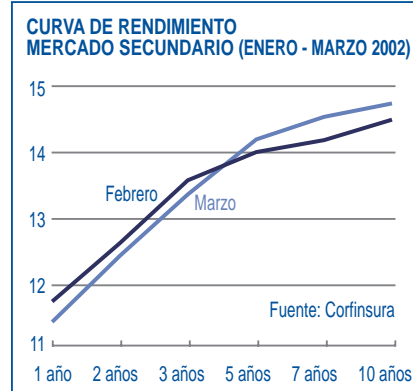
Gobierno negociar rendimientos relativamente bajos, lo que se traduce en menores costos de financiación.

Sin embargo, existen otros factores que podrían perjudicar la colocación de títulos este año, en la medida en que frenen la demanda. Entre ellos se destacan: la inestabilidad generada por el rompimiento del proceso de paz, la incertidumbre política en año electoral, la ya alta participación de la deuda pública en los portafolios de las instituciones financieras, la recuperación en la demanda de crédito y las colocaciones de otras emisiones atractivas para el mercado.

**¿Qué pasará con la
curva de rendimiento?**

Teniendo en cuenta la difícil situación de orden público por la que atraviesa el país y la incertidumbre en torno al cambio de gobierno, la curva de rendimiento tendería a desplazarse hacia arriba. Sin embargo, las decisio-

nes del Banco de la República de reducir aún más sus tasas de intervención junto con la baja inflación, han permitido una disminución en las tasas esperadas. Por otra parte, en la medida en que se genere una mayor confianza entre los inversionistas, en cuanto a la estabilidad de las finanzas



públicas, la curva se seguirá desplazando hacia abajo (menores tasas – mayores precios).

Algo interesante de analizar es el desplazamiento y la pendiente de la curva de rendimiento en lo corrido del año. Entre enero y mediados de marzo, la curva de rendimiento del mercado secundario muestra un desplazamiento hacia abajo en los títulos de menor plazo mientras que los de largo plazo se movieron hacia arriba. Por otro lado, el diferencial entre las tasas de corto (1 año) y largo plazo (10 años) ha aumentado lo que resulta en una mayor pendiente de la curva.

La reciente subida de las tasas de largo plazo se debe principalmente a una sobreoferta de títulos de largo plazo, lo que presiona a la baja el precio de los papeles. Por un lado, el reciente canje de deuda aumentó el tamaño del mercado de largo plazo. En cuanto al nivel de la curva en el extremo inferior, las expectativas de baja inflación en los próximos años, la reducción en las tasas de interés y las perspectivas en el manejo fiscal han permitido negociar mejores precios para papeles de menor vencimiento **ANIF**