



LA ECONOMÍA COLOMBIANA: SITUACIÓN ACTUAL FRENTE A LOS NOVENTA Y SUS PERSPECTIVAS

Elaborado por: Grupo Macroeconomía 2006*

Diciembre 2006

*Grupo de trabajo conformado por: Gloria Alonso, Dayra Garrido, Alex Guarín, Franz Hamann, José Leibovich, Ignacio Lozano, Juan Mauricio Ramírez, Carolina Ramírez, Hernán Rincón, Juana Téllez, Jorge Toro.
Se agradecen los comentarios de Carlos Varela y la colaboración de Luis Hernán Calderón, Dayro Estrada, Mario Nigrinis, Inés Paola Orozco, Julián Parra, Jorge Ramos, Diego Rodríguez y Andrés Velasco en diferentes etapas de este trabajo

Nota: Las opiniones aquí expresadas son responsabilidad del Grupo Macroeconomía 2006 y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

Resumen

En este documento se hace una evaluación tanto de las fortalezas de la economía colombiana que contribuirían a la sostenibilidad actual del crecimiento, como de los factores de riesgo y vulnerabilidades que podrían afectarlo negativamente. Con este propósito se compara el desempeño macroeconómico actual con el observado en la década de los noventa, a fin de determinar si los desequilibrios que desembocaron en la crisis de finales de esa década podrían llegar a repetirse. Para obtener mayor precisión en la identificación de riesgos a la sostenibilidad del crecimiento económico actual, el documento presenta proyecciones macroeconómicas para el período 2006-2011, con referencia a un escenario que supone ausencia de choques externos. Sobre esa base se examinan las consecuencias para el crecimiento y la balanza de pagos que se derivarían de choques desfavorables a los términos de intercambio, caída de la demanda mundial y reversión de los flujos de capital. Igualmente se analizan las consecuencias para la sostenibilidad fiscal y para la vulnerabilidad del sistema financiero de choques de esa naturaleza. Con este análisis se busca ofrecer elementos claves de información para las autoridades económicas y agentes del mercado, que contribuyan al afianzamiento de un crecimiento alto y sostenido, a través de la identificación de riesgos que estimulen la prudencia y faciliten la toma oportuna de decisiones.

Palabras Claves: Crecimiento económico; balanza de pagos; sostenibilidad fiscal; choques externos; vulnerabilidades macroeconómicas

Clasificación JEL: E00, E27, E52, E60, E61, F0 y F43

LA ECONOMÍA COLOMBIANA: SITUACIÓN ACTUAL FRENTE A LOS NOVENTA Y SUS PERSPECTIVAS

INTRODUCCIÓN

I. LA ECONOMÍA COLOMBIANA EN LA ACTUALIDAD FRENTE A LA EXPERIENCIA DE LOS NOVENTAS. FORTALEZAS, DEBILIDADES Y RIESGOS.....	6
A. El crecimiento económico.....	7
B. Las finanzas públicas.....	14
C. El financiamiento externo e interno de la economía.....	19
1. Financiamiento externo.....	19
2. Financiamiento interno.....	22
D. La política monetaria y cambiaria.....	25
1. Política monetaria.....	25
2. Política cambiaria.....	30
E. El sistema financiero	34
F. Conclusiones: fortalezas, debilidades y retos de la economía colombiana.....	41
II. PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA COLOMBIANA 2006 – 2011.....	42
A. BRECHA DEL PRODUCTO Y CRECIMIENTO POTENCIAL EN COLOMBIA.....	43
1. El crecimiento en el largo plazo y la contabilidad del crecimiento.....	44
a) Inversión y capital.....	44
b) Empleo.....	45
c) Productividad Total de los Factores.....	46
d) Resultados.....	46
2. La brecha del producto en 2006.....	47
B. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS.....	48
1. Proyecciones de la balanza de pagos 2006 – 2011.....	49
a) Supuestos del Escenario Base.....	49
b) Resultados del Escenario Base.....	51
2. Proyecciones Fiscales.....	55
3. Consistencia Macroeconómica 2006 - 2011.....	56
C. FUENTES DE VULNERABILIDAD MACROECONÓMICA.....	57
1. Choques externos.....	58
2. Sostenibilidad Fiscal.....	61
a) Sostenibilidad de la Deuda Pública –Escenario con Reformas.....	64
b) Sostenibilidad de la Deuda Pública –Escenario sin Reformas.....	69
c) Ejercicios de Vulnerabilidad de la Posición Fiscal.....	72
3. Indicadores de riesgo del sistema financiero.....	78
a) Riesgo de Crédito.....	78
b) Riesgo de Liquidez.....	81
c) Riesgo de Mercado.....	83
III. CONCLUSIONES FINALES.....	89
ANEXOS.....	92
BIBLIOGRAFIA.....	107

INTRODUCCIÓN

En los años noventa la economía colombiana alcanzó puntos extremos del ciclo económico. Después de registrar crecimientos promedio de 5,1% durante la primera mitad de esa década, el crecimiento económico se desaceleró, y en 1999 tuvo la mayor caída registrada en cerca de 100 años, con una contracción de 4,2%.

Al cabo de un lento proceso de recuperación, la economía colombiana ha retornado a tasas de crecimiento anual superiores al 5%. En el año 2005 el producto interno bruto aumentó 5,2%, en tanto que para el año 2006 el crecimiento del producto podría superar el 6%. Si se compara internacionalmente, el crecimiento promedio del PIB para el período 2002-2005 que alcanzó 4,6%, supera el crecimiento correspondiente de América Latina y el de países como Brasil y México. El mayor dinamismo de la economía colombiana ha respondido a factores internos y externos. Entre los primeros cabe señalar la confianza de consumidores e inversionistas, el crecimiento del gasto agregado y las mejoras en productividad; también ha jugado un papel importante el estímulo monetario otorgado a la economía a través de bajas tasas de interés y amplia liquidez. Entre los factores externos se destacan el crecimiento alto y estable de los principales socios comerciales de Colombia, los favorables términos de intercambio y el aumento de los flujos de capital, principalmente en inversión extranjera directa (IED). Esta dinámica de crecimiento ha generado beneficios sociales importantes en términos de reducción del desempleo y la pobreza. Es así como entre diciembre de 2002 y diciembre de 2005, la tasa de desempleo a nivel nacional se redujo de 15,6% a 10,4% y la proporción de la población por debajo de la línea de pobreza disminuyó de 54% a 49%, según cifras del Departamento Nacional de Planeación.

El principal reto de la política económica consiste en afianzar un crecimiento alto y sostenido de la economía colombiana, con el fin de consolidar los avances obtenidos. Para este propósito es indispensable identificar los riesgos que podrían afectar negativamente la tasa de crecimiento económico y tratar de prevenirlos de manera oportuna.

Estos riesgos son de diversa índole. Entre los más importantes podrían destacarse: i) cambios no previstos en el contexto externo, tales como choques a los términos de intercambio, pánicos financieros, contagio de otras crisis y otros factores que puedan originar una reversión de los flujos de capital; ii) un exceso de demanda agregada que desborde la capacidad productiva de la economía y dificulte el logro de las metas de inflación; iii) movimientos bruscos de las tasas de interés o de la tasa de cambio que afecten la estabilidad del sistema financiero. A este respecto, la experiencia de 1999 fue clara en demostrar que una crisis del sector real lleva aparejada una crisis del sistema financiero y que las dos se refuerzan entre sí; iv) existe también un riesgo asociado al rápido incremento del valor de activos diferentes a los TES, en particular a los precios de las acciones y de la finca raíz. Una caída abrupta de los mismos generaría un efecto riqueza negativo que podría deprimir el consumo de los hogares y la inversión, y generar una fuga de capitales; v) finalmente, una excesiva apreciación del peso puede comprometer la sostenibilidad de crecimiento, al reducir la competitividad de las exportaciones y someter la producción interna a una severa competencia internacional.

Además de los riesgos mencionados también debe señalarse que la sostenibilidad de la deuda pública constituye un requisito indispensable para la estabilidad y el crecimiento económico

de largo plazo. En términos generales, dicha sostenibilidad requiere que los ahorros fiscales generados en el futuro sean suficientes para servir el saldo de la deuda que se tiene contratada en el presente. Más precisamente, si el valor descontado de los ingresos netos futuros del Gobierno excede (o por lo menos iguala) el valor presente de la deuda corriente, la posición fiscal es sostenible. Por tratarse de una fuente de vulnerabilidad tan importante para la economía colombiana, el trabajo dedica una sección especial a evaluar la sostenibilidad de la deuda pública, medida bajo el concepto de Gobierno General (no incluye las cuentas de las empresas públicas), en donde se comparan diferentes escenarios de desempeño fiscal con el que se contempla en el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2006.

El trabajo se divide en dos grandes partes. En la primera, se compara el desempeño macroeconómico actual con el observado en la década de los noventa. El propósito de esta comparación es el de examinar si los desequilibrios que dieron lugar a la crisis de finales de la década podrían llegar a producirse de nuevo, y en esa medida determinar qué tan expuesta está hoy en día la economía a choques de naturaleza similar. En la segunda parte se profundiza en las perspectivas de la economía colombiana para el período 2006-2011, abordando tres temas concretos. El primero discute las posibilidades de crecimiento del producto en un contexto de estabilidad de precios. El segundo presenta proyecciones de balanza de pagos y fiscales y un ejercicio de consistencia macroeconómica, que conforman un escenario base sobre el cual evaluar la vulnerabilidad macroeconómica. Sobre esa base, el tercer tema estudia las fuentes de vulnerabilidad macroeconómica con respecto a: (i) choques externos provenientes de deterioro en los términos de intercambio; caída de la demanda mundial, y reversión de los flujos de capital. (ii) condiciones para las sostenibilidad fiscal, y (iii) vulnerabilidad del sistema financiero evaluada a través de ejercicios de 'stress testing'. Finalmente se presentan las principales conclusiones.

I. LA ECONOMÍA COLOMBIANA EN LA ACTUALIDAD FRENTE A LA EXPERIENCIA DE LOS NOVENTAS. FORTALEZAS, DEBILIDADES Y RIESGOS.

Al igual que la mayoría de las economías emergentes, y especialmente las de América Latina, la economía colombiana viene atravesando por un buen momento. Las economías latinoamericanas crecieron en el año 2004 a una tasa promedio del 5,9%, la más alta desde 1981¹. Por su parte, el crecimiento económico en Colombia ha retornado a tasas superiores al 4,5% y la tasa de desempleo y la pobreza vienen descendiendo. La fase expansiva del ciclo se caracteriza por una recuperación de la confianza, una actividad inversora dinámica, al igual que un crecimiento del consumo de los hogares que no se observaba desde mediados de la década de los noventa.

Esta recuperación del crecimiento ha venido acompañada de un ambiente macroeconómico estable, comparado con el de finales de la década de los noventa. La inflación es baja y estable, con niveles no observados desde mediados de la década de los cincuenta; las finanzas públicas han logrado mejorar su difícil situación y el manejo de la deuda pública ha disminuido riesgos de liquidez y cambiarios; el sector financiero ha recuperado su solidez, gracias a sus propios esfuerzos, a la recuperación de la economía y a la regulación prudencial; finalmente, el mercado de capitales interno ha tenido un mayor desarrollo, lo que ha permitido una más profunda integración financiera y una mayor diversificación de los riesgos tanto de mercado como de monedas. En el frente externo, y a diferencia de finales de los noventa, el déficit en cuenta corriente es relativamente bajo y estable; los términos de intercambio han mejorado de manera notoria; los recursos de financiamiento externo son abundantes y han sido utilizados de manera más prudente por parte del sector privado y público; y, las reservas internacionales han aumentado a niveles sin precedentes. Este ambiente ha hecho al país menos vulnerable ante turbulencias de los mercados internacionales de capital.

En medio de este ambiente externo e interno favorable para un crecimiento sostenido, subsisten, sin embargo, debilidades y riesgos que hay que tener en consideración con el fin de estar mejor preparados ante choques adversos y para no repetir las malas experiencias del pasado reciente. El país necesita mejorar su competitividad con el fin de aprovechar de mejor manera las oportunidades que le brinda el tener una economía más abierta; se requieren esfuerzos importantes adicionales en ingresos y gastos con el fin de corregir el déficit estructural que enfrentan las finanzas del Gobierno Nacional Central; el nivel de la deuda pública sigue siendo preocupante, ya que hace frágil la posición fiscal y complica el manejo macroeconómico ante choques externos o internos adversos; el sector financiero enfrenta riesgos de mercado importantes que demandan cautela y seguimiento, dado el alto componente de títulos del Gobierno en sus activos; el crédito de consumo está creciendo a tasas importantes, lo que demanda una supervisión cuidadosa; y, el sector privado necesita continuar diversificando sus portafolios de tal manera que le permitan mejorar su cubrimiento ante choques adversos de la tasa de cambio. Desde el punto de vista institucional, se requiere dar mayor flexibilidad a ciertos mercados, en particular al laboral, ante los nuevos retos de una economía más globalizada y se hace indispensable preservar la independencia del Banco de la República como fundamento de la credibilidad que ha ganado la política monetaria.

¹ *The Economist*, "Improving on the Latin rate of growth", May 20th, 2006.

El objetivo de este capítulo es comparar el desempeño económico de los últimos años, con el ciclo que se vivió la década pasada, el cual a la postre resultó ser insostenible. Se pretende aportar elementos de análisis que sirvan para responder a las preguntas: ¿Es sostenible el actual ciclo de la economía colombiana? ¿Cuáles son las mayores fortalezas y debilidades que enfrenta en la actualidad la economía? ¿Qué retos enfrenta actualmente la economía? Para responder estas preguntas, en el capítulo se hace un análisis sectorial del comportamiento actual de las distintas variables macroeconómicas en comparación con su desempeño en los noventa.

El capítulo está dividido en siete secciones, la primera de las cuales es esta introducción. En las siguientes secciones se analizan respectivamente el crecimiento económico, las finanzas públicas, el financiamiento de la economía, la política monetaria y cambiaria, la tasa de cambio real y el sector financiero. Para concluir, se presenta una sección que destaca las principales fortalezas y debilidades de la economía colombiana en la actualidad. Se muestra que la coyuntura actual enfrenta riesgos diferentes a los que enfrentaba la economía colombiana a mediados de los noventa. El Anexo 1 presenta un resumen de los diferentes indicadores discutidos a lo largo de este capítulo.

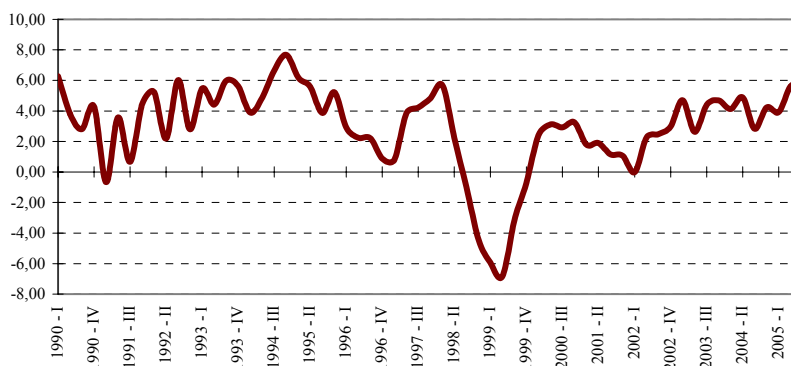
A. El crecimiento económico

El ritmo de crecimiento económico de la primera parte de los noventa resultó insostenible y ha tomado una década volver a tasas de crecimiento similares. En el corto plazo se espera que el crecimiento se mantenga en los niveles de los últimos dos años.

A la economía colombiana le ha tomado cerca de una década volver a tener una dinámica de crecimiento satisfactoria, similar a la alcanzada a mediados de la década pasada, aunque ésta a la postre resultó ser insostenible (Gráfico 1). En efecto, desde la segunda mitad de 2002 la economía colombiana ha mostrado una dinámica progresiva de crecimiento, alcanzando 5,2% en 2005. Estimaciones preliminares indican que en 2006 la economía crecería por encima de 5%, manteniendo e incluso acelerando el dinamismo observado en los últimos años

GRÁFICO 1

Producto Interno Bruto (variación anual real)



Fuente: DANE

Al inicio de la década pasada, como resultado de una serie importante de reformas económicas que pretendían lograr un mejor funcionamiento de la economía colombiana (apertura comercial y de la cuenta de capitales, reforma laboral, reforma a la seguridad social, independencia del banco central), se desató un creciente optimismo entre los agentes económicos privados que, aunado a un holgado financiamiento externo, a una política fiscal expansionista y a las expectativas de un *boom* petrolero, hizo que la economía alcanzara tasas de crecimiento cercanas al 6% entre 1993 y 1995. Sin embargo, desde finales de 1995, con una breve interrupción entre finales de 1997 y comienzos de 1998, en que el crecimiento se recuperó coyunturalmente por encima del 4%, la economía colombiana entró en un progresivo deterioro que terminó en 1999 en la mayor recesión de la economía colombiana en cerca de un siglo, cuando el producto se contrajo 4,2%.

Entre las causas de la recesión se encuentran, en primer lugar, la turbulencia de los mercados internacionales de capital desde mediados de los noventa y su posterior retiro de las economías emergentes, incluyendo Colombia, a finales de la década. Esto fue agravado por un exceso de gasto tanto privado como público que creó un déficit insostenible en la cuenta corriente, financiado por los mercados internacionales de capital. Esto hizo al país más vulnerable ante choques adversos. En segundo lugar, la falta de previsión y prudencia del sistema financiero en la financiación de dicho *boom* de consumo, que permitió un sobreendeudamiento, haciendo a deudores y acreedores más vulnerables ante cambios negativos repentinos en las condiciones macroeconómicas. En tercer lugar, la burbuja en los precios de la vivienda y su posterior derrumbe, el cual vio retroalimentado sus efectos negativos sobre la economía con el incremento de las deudas hipotecarias, valoradas para la época en unidades UPAC, que se hicieron insostenibles como resultado del aumento en la tasa de interés DTF². Esta tasa comenzó a tener incrementos reales por encima de los dos dígitos desde finales de 1994 y finalmente ascendió de 4% real en 1997 a 17% real en junio de 1998. Esto generó una crisis del sistema hipotecario que afectó tanto a los hogares como a una parte importante del sector financiero. Hay que anotar que a pesar de lo deseable de las entradas de capital por su impacto favorable sobre la inversión productiva, en los noventa dichas entradas financiaron principalmente el *boom* de consumo, ayudaron a la fuerte apreciación de la tasa de cambio real y su volatilidad complicó de manera significativa el manejo macroeconómico.

En conclusión, la turbulencia internacional que se materializó en la salida de capitales, en combinación con los excesos de gasto, la falta de previsión y prudencia por parte del sistema financiero, la debilidad de la regulación prudencial, y la crisis de la vivienda y de la banca hipotecaria, produjo una contracción sin antecedentes de la demanda agregada privada que llevó a la crisis económica³.

La recesión tuvo también consecuencias importantes en el plano social. Debido a las rigideces vigentes en el mercado laboral, el ajuste en este mercado se dio más por cantidades que por

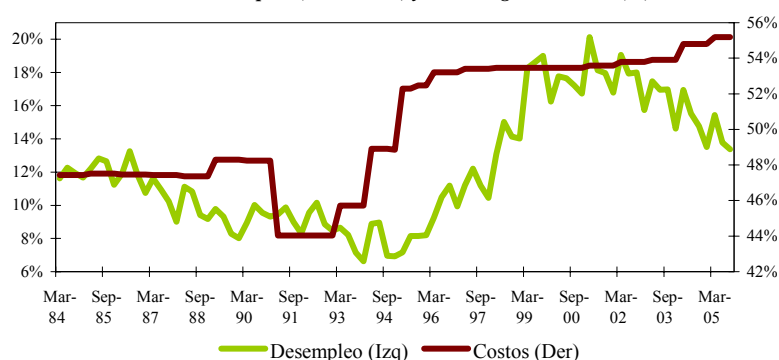
² La Unidad de Poder Adquisitivo Constante (UPAC), unidad sobre la que se valoraron los créditos hipotecarios en el país hasta diciembre de 1999, fue indexada exclusivamente al comportamiento de las tasas de interés, tasas de captación de las corporaciones de ahorro y vivienda, mediante la Resolución Externa número 6 de la Junta Directiva del Banco de la República de fecha 15 de marzo de 1993. Posteriormente, mediante la Resolución Externa número 26 del 9 de septiembre de 1994, se resolvió que la valoración mensual del UPAC fuera “equivalente” al 74% de la DTF. Esta regla fue mantenida hasta mediados de 1999.

³ Villar y Rincón (2001) pusieron en evidencia de manera clara y sustentada algunos de estos elementos como los causantes de la crisis.

precios. Así, el desempleo urbano superó la tasa del 20% en el año 2000 (Gráfico 2) y aumentó la pobreza a niveles del orden del 58% de la población total (Gráfico 3). Finalizando 2005, el desempleo urbano había alcanzado una tasa del 13%, tasa todavía alta, pero que muestra un avance importante en materia de generación de empleo gracias a la reactivación económica observada desde el año 2002. Sin embargo, la evidencia muestra que se ha vuelto difícil regresar a tasas mínimas históricas como las observadas en 1993, las cuales no eran sostenibles. Este hecho está también relacionado con el aumento permanente de sobrecargas al contrato laboral que se han establecido a través de la Ley 100 de 1993, y más recientemente la 797 de 2003, con el propósito de mejorar el financiamiento de la seguridad social de los colombianos. Igualmente, la pobreza disminuyó, alcanzando 49% a finales de 2005, cifra similar a la observada en 1995; es decir, el país tardó una década en reducir la pobreza a los niveles que había alcanzado en 1995.

GRÁFICO 2

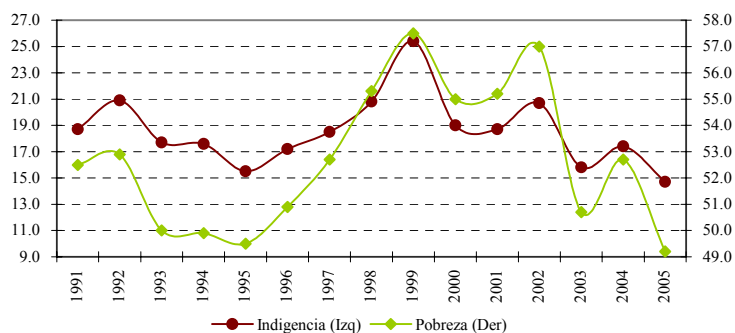
Tasa de desempleo (7 ciudades) y sobrecargas al salario (%)



Fuente: DANE

GRÁFICO 3

Pobreza e indigencia en Colombia (%)



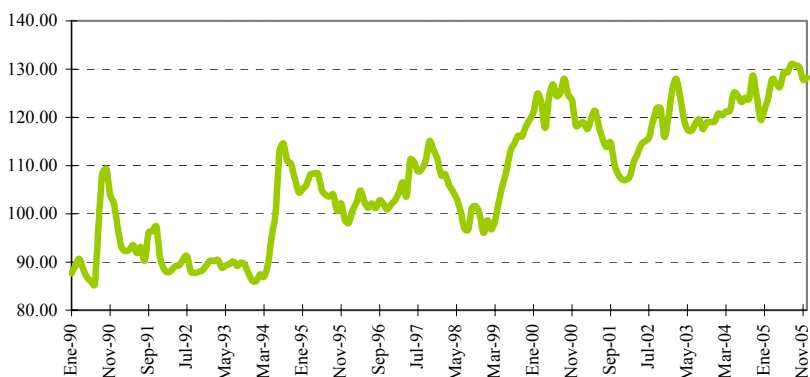
Fuente: Cálculos del MERPD del DNP

Es previsible que la actual coyuntura favorable de crecimiento se mantenga en el curso de 2006 y para este año se prevé un crecimiento de alrededor de 5,5% o más. Las encuestas de expectativas de empresas y hogares muestran niveles altos de confianza, que permiten esperar que la dinámica de gasto privado continúe a lo largo del año. De otra parte, la coyuntura internacional sigue siendo positiva, caracterizada por términos de intercambio favorables al país (Gráfico 4), aumento de la inversión extranjera, y giros importantes por transferencias de residentes en el extranjero. Por su parte, el sector público mostró en 2005 cifras cercanas al equilibrio, gracias principalmente a los superávits generados por los entes territoriales, la

seguridad social y ECOPETROL, los que han compensado el desequilibrio del Gobierno Nacional Central, el cual sigue mostrando déficit cercanos al 5% del PIB.

GRÁFICO 4

Términos de Intercambio



Fuente: Cálculos Banco de la República

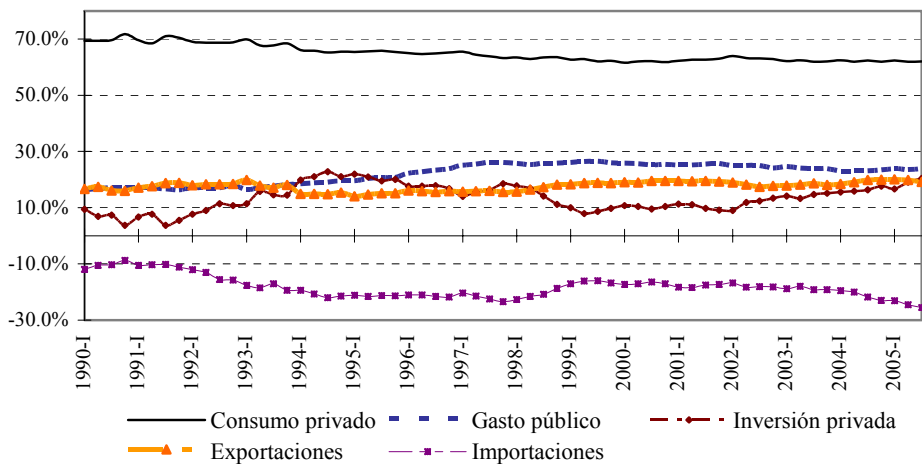
La economía colombiana es hoy más abierta, se ha recuperado la inversión privada, el sector público ha moderado su crecimiento después de un marcado período de aumento de su participación y el consumo privado tiene una menor participación respecto al inicio de la década de los 90s.

Algunos cambios en la composición del PIB desde el punto de vista de la demanda agregada, ocurridos entre la década pasada y el momento actual dan luces acerca del cambio estructural que experimentó la economía colombiana (Gráfico 5). En primer lugar, Colombia es hoy en día una economía más abierta (Gráfico 6). Mientras en 2005, el grado de apertura era del orden del 44%, gracias a una participación creciente de las exportaciones en el PIB que llegó a 20% y de las importaciones que alcanzó 24%, en la década pasada se alcanzó el mayor nivel de apertura en 1998 con un 39%, representando las importaciones un 22% y las exportaciones un 17%.

La creciente apertura de la economía colombiana se explica en buena medida por la dinámica de la inversión privada intensiva en importaciones de bienes de capital, por los acuerdos comerciales (CAN, G3, y TLC con MERCOSUR recientemente firmado) y por las preferencias arancelarias con Estados Unidos (ATPDEA), que han facilitado el crecimiento de exportaciones no tradicionales. Así mismo por los términos de intercambio favorables, los cuales es previsible que se mantengan en el futuro inmediato gracias al dinamismo de la economía China e India demandando productos básicos y vendiendo productos manufacturados. Por supuesto, la depreciación del peso ha contribuido en este proceso. En efecto, pese a que en buena parte de la década de los noventa se vivió un proceso de apreciación que llegó a su máximo en 1997, entre 1998 y 2000 y entre 2002 y 2003 la tasa de cambio se depreció en forma importante. Posteriormente entre 2004 y principios de 2006, el peso se fortaleció y en el segundo trimestre de 2006 corrigió parcialmente. Actualmente, la tasa de cambio real se encuentra en un nivel similar al del año 2000, 28% por encima de la de 1997.

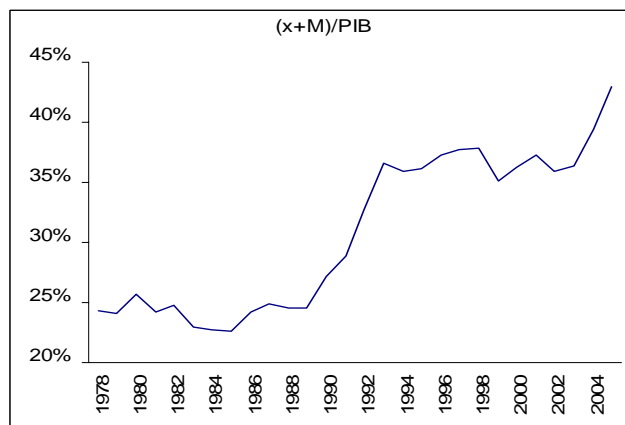
GRÁFICO 5

Descomposición del PIB por el lado de la demanda (%)



Fuente: Banco de la República y DANE

GRÁFICO 6
Grado de apertura



Fuente: Cálculos del Banco de la República con base en cuentas nacionales

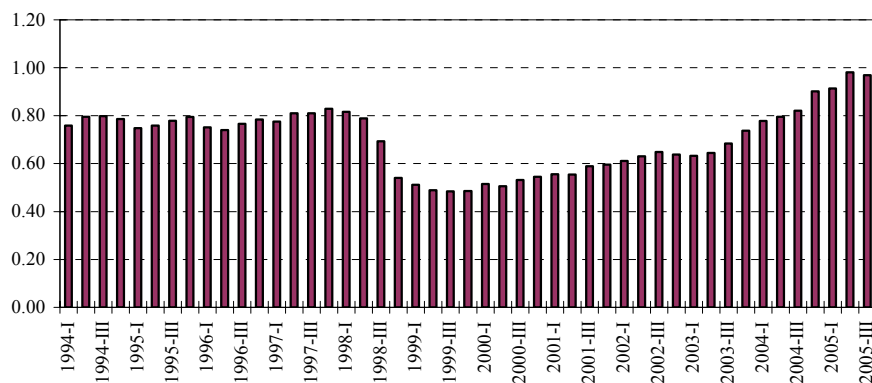
La recuperación y permanencia de la inversión privada es un factor que ayuda a acelerar el crecimiento potencial de la economía. En los últimos años ha tenido lugar una importante recuperación de la inversión privada, la cuál, a diferencia de los noventa, se ha concentrado en la compra de maquinaria y equipo más que en la construcción de vivienda. En efecto, después de alcanzar un nivel de 23% del PIB en 1994, la inversión privada se desplomó al orden de 9% con la crisis. En 2005, alcanzó niveles del 20%, y es previsible que mantenga este dinamismo en 2006, como lo sugieren los resultados de las encuestas de expectativas a los empresarios. De otro lado, la inversión pública ha vuelto también a recuperarse, lo que la convierte en otro factor que está impulsando el crecimiento económico.

Finalmente, el consumo privado ha mantenido una tendencia decreciente en su participación en el PIB. De niveles de 70% en 1990, se redujo a 62% en 1999 y se ha mantenido en esos niveles hasta el presente. La pérdida observada de participación del consumo privado está asociada a la disminución del ingreso disponible como proporción del PIB, como resultado del

aumento gradual de la tributación en Colombia durante la década de los noventa, para financiar el aumento en el gasto público que, como porcentaje del PIB, pasó de 20.6% en 1990 a 38% a finales de la década pasada. El ajuste adicional del gasto privado en 1999 produjo una contracción adicional del consumo, principalmente el de bienes durables (Gráfico7). En la reciente recuperación, el consumo ha vuelto a mostrar tasas de crecimiento positivas, pero aún no aumenta su participación en el PIB.

GRÁFICO 7

Consumo Privado de Bienes Durables (billones de 1994)



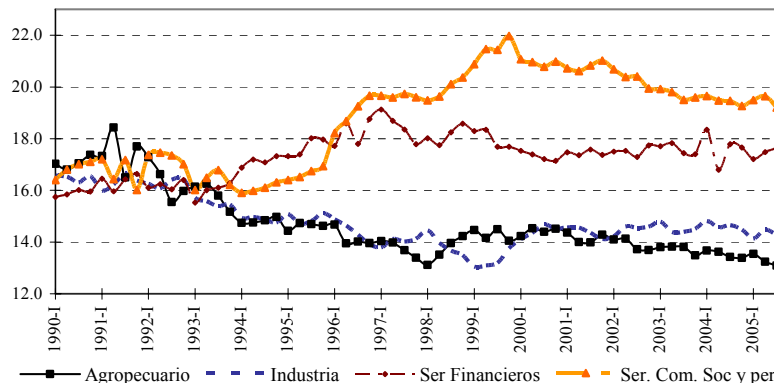
Fuente: DANE. Cálculos SGEE.

Durante la década de los noventa hubo un aumento de la participación del sector no transable a costa de sectores transables como la agricultura y la industria. Este proceso se ha corregido parcialmente en lo corrido de la presente década.

A nivel sectorial, en los últimos quince años se han producido cambios importantes en los patrones de crecimiento. Los principales sectores que han disminuido su participación en el PIB durante este período han sido el sector agropecuario, que ha perdido 4 puntos porcentuales (p.p.) al pasar de 17% en 1990 a 13% en 2005 y, la industria, que perdió 2.3 p.p., al pasar de una participación de 16,6%, a 14,3% en el mismo período. Por su parte, los sectores que más aumentaron su participación han sido el financiero y bancario, que pasó de 15,7% en 1990 a 17,6%, y sobretodo el sector de servicios comunales, sociales y personales, que ascendió de 16,4% en 1990 a 19,2% en 2005 (Gráfico 8).⁴

⁴ El sector de servicios personales y comunales incluye actividades como los servicios del gobierno de educación y de salud.

GRÁFICO 8

Descomposición del PIB por el lado de la demanda (%)

Fuente: Banco de la República

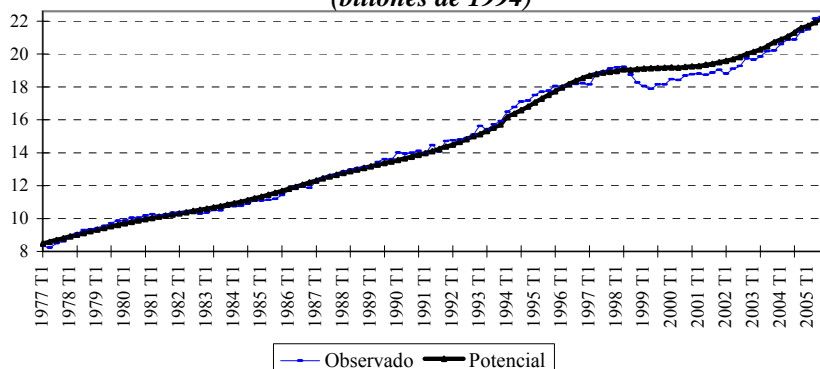
Esta recomposición sectorial fue preocupante hacia finales de la década pasada, cuando el sector de servicios personales había alcanzado a representar el 22% del PIB y la industria había caído al 13% del PIB. El aumento del sector de servicios personales se debió fundamentalmente al aumento de los servicios del Gobierno, el cual ayudó a la apreciación de la tasa de cambio real. Desde entonces ha habido una corrección favorable, aunque todavía insuficiente ya que la productividad del gasto público difícilmente puede ser mayor a la de las actividades privadas.

La condición necesaria para que la economía colombiana tenga un crecimiento sostenido de al menos 5%, es que el PIB potencial crezca de manera dinámica. De lo contrario, la economía podría tener dificultades en hacer sostenible su crecimiento. Por lo tanto, es fundamental que el aumento de la productividad total de los factores sea dinámico.

En la medida que el crecimiento económico esté jalonado por la inversión, demandando empleo de mano de obra y, que la productividad total de los factores crezca, habrá mejoras en competitividad y por ende un mayor crecimiento del PIB potencial, tema que se analizará con mayor detalle en la segunda parte de este documento (Gráfico 9). En los últimos años, el dinamismo de la inversión volvió a ser importante, llegando su participación al 20% del PIB, todavía inferior al máximo histórico de 24% alcanzado a mediados de la década pasada. En cuanto al aumento del empleo, éste ha sido superior al 3% en los últimos años. La productividad total de los factores creció por encima del 1% en 2005, mientras que entre 1998 y 2002 cayó en promedio 1,5% anual (Gráfico 10).

GRÁFICO 9

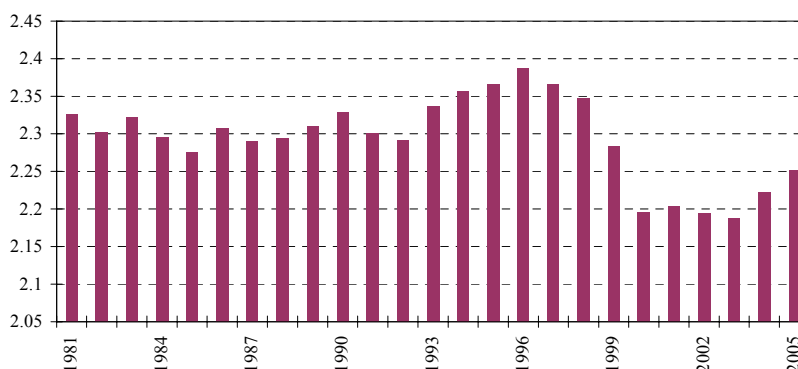
**PIB potencial y PIB observado
(billones de 1994)**



Fuente: Sección de Inflación, SGEE, Banco de la República.

GRÁFICO 10

Índice de la Productividad Total de los Factores



Fuente: Cálculos del Banco de la República

B. Las finanzas públicas⁵

La situación del sector público no financiero ha mejorado, ya que en los últimos tres años se han logrado superávits primarios que en promedio equivalen al 1,9% del PIB. Sin embargo, la situación fiscal del Gobierno Nacional Central, las vulnerabilidades que genera su financiamiento y el nivel de la deuda pública y su servicio siguen siendo preocupantes.

El sector público no financiero (SPNF) presentó un déficit de 0,8% del PIB en el año 2005, cifra alentadora luego de la crisis fiscal registrada desde finales de la década de los noventa

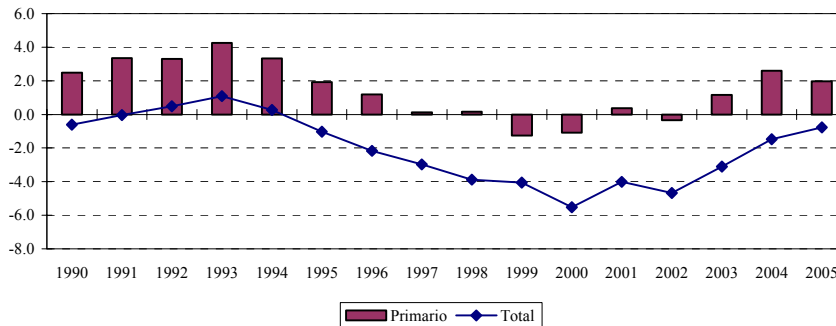
⁵ Las cifras fiscales discutidas en esta sección y a lo largo del documento fueron construidas por la Sección de Finanzas Públicas de la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República con base en la información del CONFIS. A diferencia del CONFIS: (1) se incluyen en el Gobierno Nacional Central los gastos por concepto de los costos de reestructuración financiera, corrigiendo las indexaciones de los TES B en UVR e incluyendo el servicio de la deuda por la liquidación de la Caja Agraria, el cual es incluido por el CONFIS sólo a partir de 2004; (2) las reservas de apropiación del Gobierno Nacional Central se excluyen del cálculo del rezago presupuestal; (3) el cálculo del balance primario excluye de los pagos totales los intereses de la deuda pública, incluyendo aquellos intereses de los costos de los reestructuración financiera y las indexaciones, y de los ingresos se descuentan los rendimientos financieros. Los cálculos del balance primario del CONFIS sólo descuentan de los pagos los intereses de la deuda pública y no tienen en cuenta los rendimientos financieros.

(Gráfico 11). Sin embargo, hay temas que continúan siendo de preocupación para la estabilidad fiscal y macroeconómica del país, como: i) el gran desbalance de las finanzas del Gobierno Nacional Central (Gráfico 12), el cual ha sido compensado por los balances positivos del sector descentralizado, ii) el nivel actual de la deuda pública (55% del PIB) y, iii) el pago de intereses (que representan el 24% de los ingresos tributarios en el caso del Gobierno Central).

Como necesidades inmediatas, el Gobierno debe compensar los ingresos tributarios transitorios hasta 2007 (que representan cerca de 0,8% del PIB), objetivo que busca cumplir la reforma tributaria presentada por el Gobierno y que es uno de los temas centrales de la agenda legislativa del segundo semestre de 2006. En segundo lugar, llevar al Congreso una propuesta de reforma al sistema de transferencias territoriales, cuyo período de transición termina en el año 2008.

GRÁFICO 11

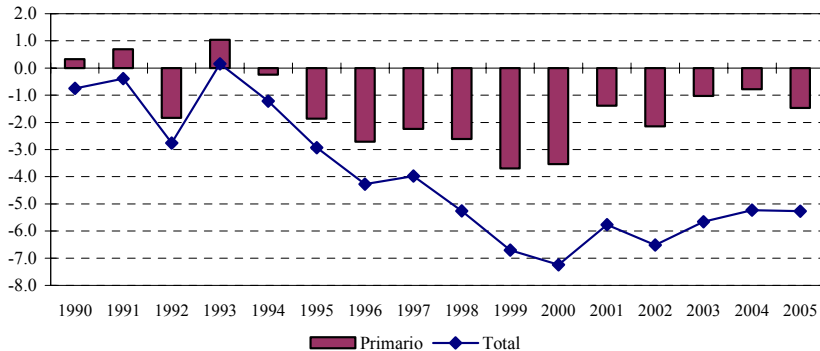
Balance Fiscal del SPNF (% del PIB)



Fuente: Sección de Finanzas Públicas, SGEE, Banco de la República.

GRÁFICO 12

Balance Fiscal del Gobierno Nacional Central (% del PIB)



Fuente: Sección de Finanzas Públicas, SGEE, Banco de la República.

El sistema de transferencias demanda un cambio constitucional que le evite un desequilibrio fiscal mayor, ya que el “salto” de la transición le costaría al Gobierno Central alrededor de 1,2% del PIB en el año 2009. Es de anotar que en cumplimiento de esta tarea, el Gobierno presentó ante el Congreso en la segunda semana de septiembre de 2006 un proyecto de acto legislativo que modifica el sistema de transferencias. El punto central de la propuesta del

Gobierno es la aplicación permanente de la regla de la transición del Acto legislativo 01 de 2001, es decir el monto del Sistema General de Participaciones creciendo con la inflación observada en el período anterior, pero con incrementos de 3.5 puntos reales entre 2009 y 2010 y 2 puntos reales a partir de 2011.

Aún si el Gobierno tiene éxito en enfrentar los inconvenientes de corto y mediano plazo mencionados, debe solucionar el desbalance estructural que enfrenta, el cual necesitará de mayores esfuerzos por aumentar ingresos y racionalizar gastos y de reformas legales e institucionales que flexibilicen el gasto y eliminen su duplicación con el de las regiones. En cuanto a los ingresos, se hace necesaria una reforma profunda al sistema impositivo que elimine las ineficiencias e inequidades que adolece (Misión del Ingreso Público, 2002; Rincón *et. al*, 2004; Junguito y Rincón, 2004) y que aumente la carga tributaria de forma permanente. En este frente, se deberá considerar un impuesto progresivo a las pensiones como una manera de aliviar, así sea parcialmente, el problema de caja del sistema público de pensiones, y, principalmente, con el fin de resolver las inequidades intergeneracionales que padece el sistema vigente, donde las generaciones presentes que están aportando al sistema soportan la mayor carga de las erogaciones pensionales presentes y futuras.

En cuanto a los gastos, se requiere una mayor flexibilización, y en muchos casos su recorte, especialmente de las transferencias, diferentes a las de salud, educación y pensiones, que para el año 2005 alcanzaron un nivel de 3% del PIB, así como de las transferencias del Sistema General de Participaciones para propósito general (0,8% del PIB), donde claramente se presenta una duplicación de funciones entre el Gobierno Central y los regionales. Igualmente, el Gobierno deberá replantear su estrategia de co-financiación de proyectos regionales como son los sistemas de transporte masivo, que le absorben cuantiosos recursos. También se hace necesaria una revisión del sistema de regalías y de su utilización, ya que son recursos que provienen de fuentes no renovables que no se pueden dilapidar. Por lo tanto, si el Gobierno no resuelve su desbalance estructural, sus necesidades de financiamiento seguirán generando vulnerabilidades en otros sectores, especialmente en el sector financiero por su alta tenencia de bonos de deuda pública TES, y complicaciones al manejo fiscal y macroeconómico.

El proceso de ajuste fiscal iniciado a finales de 1999 a través del “Acuerdo Extendido” con el Fondo Monetario Internacional, y posteriormente con los acuerdos “Stand By”, la recuperación del crecimiento económico, la caída en las tasas de interés, la apreciación de la tasa de cambio y el mejoramiento de la condiciones externas de la economía (caída de las tasas de interés internacionales y aumento de los términos de intercambio), situaron las finanzas del SPNF en un nivel cercano al equilibrio en el año 2005, con una carga tributaria de 20,4% del PIB⁶. Por su parte, el tamaño del Estado alcanzó un nivel de 38,5% del PIB en 2004⁷. Como consecuencia del mejoramiento de la situación fiscal, el indicador deuda pública bruta/PIB disminuyó hasta alcanzar un nivel de 55%, después de haber alcanzado un máximo de 64% en el año 2002 (Gráfico 13). Es de resaltar el efecto favorable sobre el indicador de deuda, de la

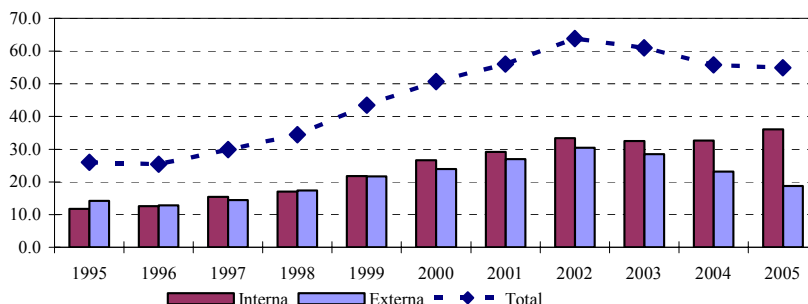
⁶ La cobertura del sector público de los acuerdos con el FMI (denominado “Sector Público Combinado”) incluye, además del SPNF, los balances de caja de Fogafin y del Banco de la República y los costos de la reestructuración financiera. Los resultados de esta medida ampliada del sector público son mostrados en el cuadro resumen de indicadores del anexo.

⁷ Infortunadamente, el dato del tamaño del Estado para 2005 comparable con las cifras que se discuten en este documento no pudo construirse debido al cambio en la metodología de clasificación de los gastos por parte del CONFIS.

apreciación del peso especialmente en los últimos tres años (23% entre marzo de 2003 y diciembre de 2005).

GRÁFICO 13

Deuda Bruta del SPNF (% del PIB)



Fuente: Sección de Finanzas Públicas, SGEE, Banco de la República.

Un análisis desagregado de lo que pasó con los ingresos y gastos en los últimos años, en comparación con lo sucedido en los noventa, permite entender mejor lo sucedido en el sector fiscal.

El crecimiento real promedio de los ingresos del SPNF fue de 5,5% entre 2001 y 2005. Los hechos más importantes que explican este comportamiento son las cuatro reformas tributarias que se llevaron a cabo, con el fin de aumentar los recaudos (Ley 633/00; Estado de Conmoción Interior: Decreto 1838/02; Ley 788/02 y Ley 863/03)⁸, las dos reformas pensionales (Ley 797/03 y Acto Legislativo 01/05), que mejoraron el flujo de caja y la sostenibilidad del sistema público de pensiones⁹, el mejoramiento de la actividad económica y, finalmente, la bonanza de precios del petróleo (aumento de 179% en dólares entre diciembre de 2001 y diciembre de 2005), que se refleja en cuantiosos superávits de ECOPETROL y en mayores tributos y transferencias para el sector público, y la recuperación de los precios del café (aumento de 122% en dólares entre septiembre de 2001 y diciembre de 2005).

En cuanto a los gastos, que aumentaron 1% real en promedio entre 2001 y 2005, varias medidas y cambios exógenos contribuyeron a ese bajo crecimiento. En primer lugar, el ajuste a los gastos territoriales a través de la Ley 617/00, que permitió que dichas entidades generaran superávit. Nótese que la Ley 617 complementó y adicionó la Ley 358/97, que controló el sobreendeudamiento territorial que había llevado a la crisis a muchos departamentos y municipios durante la década de noventa. En segundo lugar, el Acto legislativo 01 de 2001 que disminuyó transitoriamente las transferencias a las regiones y las independizó de los ingresos corrientes de la Nación. De esta manera, el Gobierno generó algunos ahorros por el lado del gasto pero, sobre todo, pudo aumentar los ingresos tributarios sin tener que compartirlos con las regiones. En tercer lugar, la combinación de políticas, como la liquidación y fusión de algunas entidades públicas y cambios exógenos, como la caída de

⁸ En 1998 ya se habían hecho dos reformas tributarias (Decretos 2030/98 y 2331/98; Ley 488/98), la primera de las cuales se hizo usando la figura de la Emergencia Económica.

⁹ Un antecedente importante de las reformas en pensiones es la creación del Fondo de Pensiones Territoriales FONPET (Ley 549/99) como un mecanismo para acumular reservas con el fin de cubrir las obligaciones pensionales futuras de las regiones.

las tasas de interés internas y externas y la revaluación del peso, permitieron aliviar la carga de gastos del sector público.

Finalmente, es de resaltar la importante acumulación de reservas pensionales, que a diciembre de 2005 representaron 5 puntos del PIB entre FONPET, ECOPETROL y Telecom, las cuales explican de manera importante el superávit de la seguridad social y el bajo déficit del SPNF. Nótese que estas reservas no significan un aumento de la riqueza neta del sector público, ya que deberán ser usadas para cubrir las erogaciones pensionales futuras, por lo que deben ser consideradas como un activo temporal para cubrir una deuda que se tiene con el sector privado (los futuros pensionados).

Como contraste de la situación fiscal de los años recientes, la década de los noventa fue de grandes desequilibrios. El balance del SPNF pasó de un superávit de 1,1% del PIB en 1993 a un déficit de -5,5% del PIB en el año 2000, es decir, un deterioro de las finanzas públicas, en cerca de 7 puntos del PIB, en un período de 7 años. Este desbalance continuo se vio reflejado en una deuda pública creciente que pasó de cerca de 25% del PIB a 51% en los mismos años. Es de aclarar que la devaluación del peso, también contribuyó al aumento del nivel de este indicador en el período (entre diciembre de 1993 y diciembre de 2000 el peso se devaluó 172%).

La explicación del deterioro fiscal se encuentra en que los ingresos crecieron pero no al ritmo que lo hicieron los gastos: entre 1993 y 2000, el crecimiento real promedio de los ingresos fue de 8%, mientras el de los gastos fue de 10%. La carga tributaria ascendió de 13% a 16% y el tamaño del Estado aumentó de 23% a 39%. El crecimiento de los ingresos se explica principalmente por las seis reformas tributarias que se llevaron a cabo en el período, las cuales vieron disminuido su efecto debido al deterioro de la situación económica que se empezó a observar desde el año 1995¹⁰. Los gastos crecieron como consecuencia de las crecientes erogaciones pensionales, que pasaron de menos del 1% de PIB en 1993 a niveles por encima del 4% del PIB en el año 2000. Como lo argumentan Rincón *et al.* (2004), El aumento sin precedentes en las erogaciones pensionales fue producto del aumento del número de pensionados, de las mayores obligaciones pensionales a cargo de la Nación que se derivaron de la Ley 100 de 1993, de las restricciones a la cobertura del sistema de pensiones como consecuencia del aumento en los costos laborales por la reforma laboral de 1990 (Ley 50/90) y por la misma Ley 100/93, y de la crisis económica de los noventa que aumentó considerablemente el desempleo. Por ejemplo, el total de la masa salarial privada y pública, base de la que dependen los recaudos del sistema de pensiones, descendió del 22% del PIB en 1997 a 17% del PIB en el año 2000¹¹.

En segundo lugar, el crecimiento de los gastos se explica por la Constitución Política de 1991 y su mandato de “gasto social” (agua potable y saneamiento básico, vivienda social, educación, salud, cultura y recreación). Las transferencias del Gobierno Nacional Central a las regiones para salud, educación y propósito general, más otras transferencias a universidades

¹⁰ Como es mostrado por Lozano y Aristizabal (2003) y Restrepo y Rincón (2006), el ciclo de la economía y las políticas que se tomaron claramente corroboran el carácter procíclico de la política fiscal del país en los noventa y comienzos de la presente década.

¹¹ La masa salarial se calcula como el salario nominal promedio por el número de empleados y el resultado se divide por el PIB nominal.

públicas, prestaciones sociales del magisterio, transferencias a entidades sin ánimo de lucro, diferentes subsidios, etc., aumentaron su participación en el PIB en cerca de 3 puntos en este período. El gasto también aumentó por la Constitución con la decisión de fortalecimiento de las instituciones, que se vio reflejado en el aumento en la nómina de los ministerios existentes, del Congreso, de la Contraloría, de los departamentos administrativos, de la rama judicial y del sector defensa y seguridad, y en la creación de nuevas entidades como la Fiscalía General de la Nación, la Defensoría del Pueblo, y los nuevos ministerios de Comercio, Medio Ambiente y Cultura¹². La sola creación de la Fiscalía y de los nuevos ministerios aumentó el número de empleados públicos en cerca de 19.000 personas. Una tercera explicación se encuentra en el aumento del gasto en defensa y seguridad (Fuerzas Militares y Policía Nacional) debido a las políticas de seguridad frente a la escalada creciente del conflicto interno. El gasto por este concepto aumento de 2% del PIB al 4% entre comienzos de los noventa y el año 2000 (Rincón *et al.*, *Ibid.*). El incremento del pie de fuerza implícito en dicho aumento fue de 89.000 miembros. Por último, el aumento de las tasas de interés tanto internas como externas, estas últimas ampliando su efecto por la devaluación del peso.

C. El financiamiento externo e interno de la economía

La financiación privada y pública tanto externa como interna no ha tenido problemas durante los últimos años y no se espera que esta tendencia cambie en el corto plazo, dada la abundante liquidez de los mercados externo e interno. Sin embargo, hasta que no se corrija definitivamente el problema fiscal del Gobierno, el financiamiento público le continuará creando riesgos y vulnerabilidades a los demás sectores y al manejo macroeconómico del país, como sucedió en los noventas.

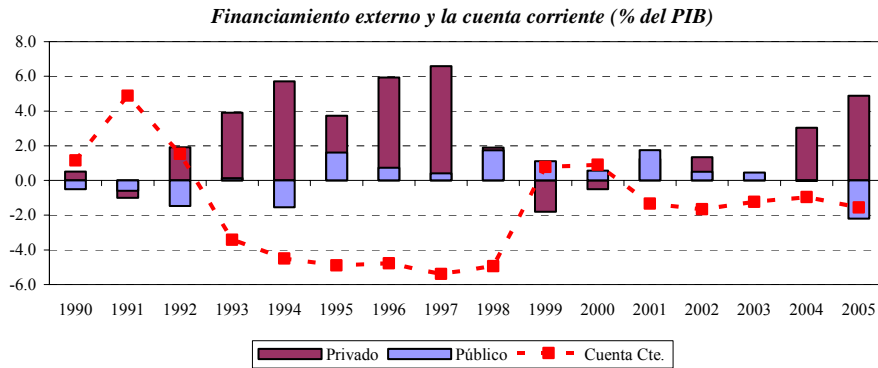
1. Financiamiento externo¹³

Desde 1992 hasta comienzos del año 2006, los flujos netos de financiamiento externo del país han excedido las necesidades de financiamiento de la cuenta corriente de la balanza de pagos (Gráfico 14). La únicas excepciones han sido los años 1997 y 1998, cuando se desacumularon reservas internacionales por cerca de \$1200 millones de dólares, y el año 1999, cuando el país se convirtió en exportador neto de capitales, a la vez que desacumuló reservas por valor de \$637 millones de dólares. Recuérdese que en 1999 los mercados emergentes enfrentaron el segundo año de salidas masivas de capital debido a la crisis asiática y el *default* de Rusia: los flujos de capital hacia América Latina alcanzaron niveles del 5% del PIB de la región en los años 1997 y 1998, sin embargo, tuvieron un giro drástico al final de la década descendiendo a niveles del 1% del PIB (Tellez, 2004). En el corto y mediano plazo se espera que el país no tenga inconvenientes en seguir financiándose externamente.

¹² Lo que hizo la Constitución de 1991 fue aumentar las obligaciones y erogaciones, ya que los gastos más importantes como educación y salud existían desde finales de la década de los sesenta.

¹³ Aquí se incluye el total del financiamiento externo, es decir, inversión extranjera directa, préstamos, inversión en cartera, crédito comercial y movimientos de portafolio.

GRÁFICO 14



Fuente: Sección de Balanza de Pagos, SGEE, Banco de la República. Cálculos propios

Los excesos de recursos externos que ha tenido el país se han visto reflejados en presiones a la apreciación de la tasa de cambio y en una acumulación de reservas internacionales, excepto los años 1997 a 1999, que han significado un reto para el manejo cambiario y monetario. Nótese que los excesos de recursos externos se dieron, a pesar de los grandes desequilibrios de la cuenta corriente de la balanza de pagos de mediados de los noventa, cuando el déficit promedio alcanzó el 4,7% del PIB entre 1993 y 1997.

Los excesos de financiamiento externo actuales, lo mismo que la gran liquidez internacional, indican que en este frente no se vislumbran, por lo menos en el corto plazo y mediano plazo, mayores riesgos de financiamiento para el país, como parecen mostrarlo los indicadores de sostenibilidad, solvencia y liquidez externa (Cuadro 1 y Anexo 1)¹⁴. Sin embargo, hay que señalar que la exposición a capitales de corto plazo ha aumentado a niveles cercanos a los de la precrisis de los noventa (4,8% del PIB) y que los *spreads* de la deuda colombiana han cambiado bruscamente en momentos de turbulencia internacional, como se evidenció entre junio y septiembre de 2002, cuando aumentaron 530 puntos básicos (Gráfico 15), por lo que siempre hay que ser cautos en mantener buenos indicadores internos y externos para poder enfrentar los choques adversos.

¹⁴ Esta abundancia de recursos externos se da a pesar de que Colombia perdió el grado de inversión en 1999, el cual aún no se recupera a pesar del mejoramiento de la economía y del balance fiscal.

Cuadro 1
Indicadores de Sostenibilidad, Solvencia y Liquidez Externos del País
(%)

Indicador	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TDE / PIB	42.6	35.6	32.1	29.0	28.0	30.8	31.1	36.6	40.3	45.4	46.1	47.5	52.6	46.2	37.1	30.9
TDE-CP / PIB	5.4	3.9	4.7	5.5	5.4	6.4	4.4	4.6	4.4	3.6	3.2	3.8	4.9	4.0	4.6	4.8
TDE-M&LP / PIB	37.2	31.7	27.4	23.6	22.6	24.4	26.6	31.9	35.9	41.8	42.8	43.7	47.6	42.2	32.4	26.0
TDE / X	207.1	190.2	186.7	189.4	213.9	214.3	236.5	242.0	273.0	262.8	228.9	260.0	263.2	241.6	202.5	157.2
TDE-CP / X	26.4	20.7	27.4	35.8	41.2	44.8	33.8	30.7	29.6	21.0	15.9	20.8	24.6	21.1	25.2	24.5
TDE-M&LP / X	180.7	169.4	159.2	153.6	172.7	169.5	202.7	211.2	243.4	241.8	212.9	239.3	238.6	220.5	177.3	132.7
SDE / X	70.0	63.8	63.7	61.0	74.8	73.2	82.0	79.3	82.9	81.0	70.7	68.8	88.6	79.6	58.1	65.0
RIN (Mill. de dólares)	4552	6440	7724	7915	8095	8446	9933	9905	8740	8102	9004	10192	10841	10916	13535	14947
Variación RIN	17.0	41.5	19.9	2.5	2.3	4.3	17.6	-0.3	-11.8	-7.3	11.1	13.2	6.4	0.7	24.0	10.4
RIN / PIB	10.8	13.2	14.3	12.2	10.0	9.9	9.9	10.5	9.6	10.0	11.5	12.4	15.3	13.3	12.7	12.0
RIN / TDE	25.3	37.1	44.7	42.0	35.6	32.1	31.9	28.8	23.8	22.1	24.9	26.1	29.0	28.7	34.3	39.0
RIN / TDE-CP	198.4	340.7	304.0	222.2	185.0	153.3	223.6	226.7	219.7	275.6	358.1	326.4	310.4	328.8	275.6	249.7
RIN / SDE	74.8	110.8	130.9	130.2	101.9	93.8	92.1	87.8	78.4	71.6	80.7	98.4	86.2	87.2	119.6	94.3
RIN / M3	39.9	47.7	47.3	36.8	27.2	26.0	24.1	24.4	23.8	25.1	32.0	34.1	41.9	36.5	33.3	30.3

Fuente: SGEE, Banco de la República. Cálculos propios.

Notación:

TDE: saldo total de la deuda externa (pública y privada) de los sectores financiero y no financiero. Incluye titularizaciones y arrendamiento financiero.

PIB: PIB nominal

X: exportaciones FOB de bienes y servicios de la Balanza de Pagos

SDE: servicio total deuda externa. El servicio de la deuda de corto plazo se estima como el saldo de la deuda de corto plazo del período anterior.

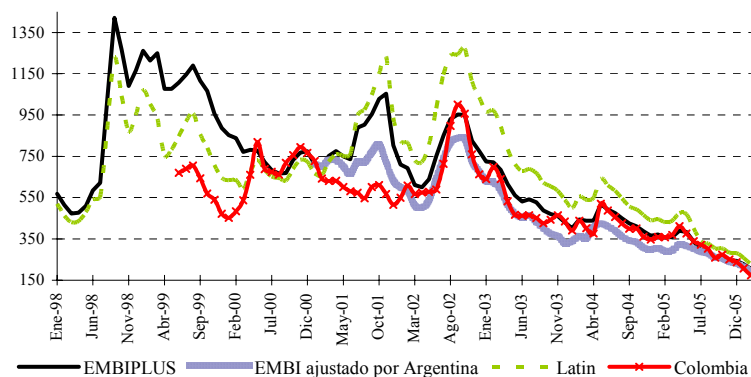
TDE-CP: saldo total de la deuda externa de corto plazo

TDE-M&LP: saldo total de la deuda externa de mediano y largo plazo

RIN: reservas internacionales netas

GRÁFICO 15

Comparativo Internacional de los Spreads (puntos básicos)



Fuente: JP Morgan

Respecto a la distribución del financiamiento externo entre los sectores privado y público, así como la estructura de plazos y usos, se han producido cambios importantes a lo largo del período. En los últimos dos años, el sector privado ha vuelto a recibir grandes cantidades de recursos netos de financiamiento externo, alcanzando 4,9% del PIB en 2005, principalmente de inversión extranjera directa, después de la gran caída sufrida a finales de los noventa debido a la crisis económica. El sector privado fue exportador neto de capitales en 1999 y 2000 en niveles de 1,8% y 0,5% del PIB, respectivamente, mientras que el sector público lo fue en

2005 (2,2% del PIB). Esto refleja el cambio en la estrategia de financiamiento externo por interno de sector público, a través de operaciones de prepago de deuda externa, acumulación de activos provenientes de las reservas internacionales que le ha vendido el Banco de la República y la colocación de bonos externos.

Es necesario resaltar que el sector público fue un gran beneficiado del *boom* de recursos externos privados de la primera mitad de la década de los noventa, que promediaron 5% del PIB entre 1993 y 1997, y que afectaron de manera importante el manejo macroeconómico¹⁵, ya que a través de privatizaciones (Bancolombia, Banco Popular, Cerromatoso, Papelcol, entidades del sector eléctrico y petrolero) y concesiones en telecomunicaciones financió buena parte de su desequilibrio¹⁶. En contraste con el sector privado, el sector público recibió recursos externos relativamente importantes a finales de la década de los noventa y comienzos de dos mil, que compensaron la caída de los privados y ayudaron a aliviar la presión devaluacionista del peso de finales y comienzos de siglo.

2. Financiamiento interno

El sector público fue un demandante neto de recursos de financiamiento del sector privado durante y después de la crisis económica de finales de los noventa (Cuadro 2). En otras palabras, el sector privado hizo y ha hecho un gran esfuerzo de ahorro/inversión para financiar los desbalances del sector público, especialmente los del Gobierno Nacional Central, ya que el resto del sector público ha sido superavitario la mayor parte del período descrito en el cuadro.

CUADRO 2

<i>Crédito interno neto 1/</i>							
<i>(% del PIB)</i>							
Sector	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
1. Sector Público No Financiero	0.2	-1.1	-4.3	-2.0	-2.9	-3.4	-2.9
GNC	-2.7	-2.5	-4.6	-1.7	-4.4	-4.9	-3.6
Resto	2.9	1.4	0.4	-0.2	1.5	1.5	0.7
2. Sector Privado no financiero	-2.1	0.2	5.4	3.0	3.9	2.9	3.2
3. Sector financiero (público + privado)	1.9	0.9	-1.1	-1.1	-1.0	0.5	-0.3

Fuente: Sección de Cuentas Financieras, SGEE, Banco de la República. Cálculos propios.

1/ (-)/(+) Déficit/Superávit del sector

¹⁵ Como una medida de control a la entrada de capitales, el Banco de la República impuso un encaje al endeudamiento externo en septiembre de 1993, el cual se extendió hasta junio de 2000, cuando se redujo a cero. La evidencia empírica respecto a su efectividad ha sido variada. A diferencia de Cárdenas y Barrera (1996, 1997), quienes encuentran que el encaje no fue efectivo en reducir la entrada de capitales, Ocampo y Tovar (1999) y Rincón (2000a) encuentran lo contrario. Villar y Rincón (2001), usando otro tipo de enfoque, encuentran que fue un instrumento efectivo de política anticíclica en un período que se caracterizó por excesos de demanda y grandes entradas de capital.

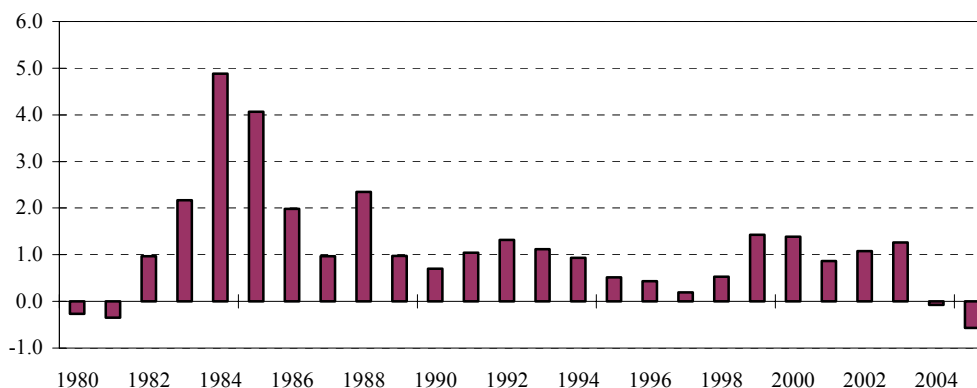
¹⁶ Las grandes entradas de capital de la década de los noventa pueden estar explicadas tanto por factores de “atracción” como de “expulsión”. Entre los primeros se encuentran las reformas estructurales que experimentó la economía (privatizaciones; apertura comercial y financiera; cambio institucional que le dio independencia al Banco de la República), el buen desempeño económico y las expectativas de revaluación provenientes del esperado *boom* petrolero que iba a recibir la economía, que a la postre no se dio, y de las mismas entradas de capital. Entre los segundos se encuentra la caída de las tasas de interés en las economías grandes, que hace parte del ciclo mismo de los capitales a nivel internacional.

Infortunadamente, no tenemos cifras disponibles de crédito interno neto para la primera parte de los noventa, período en que tanto el sector público como el privado no financiero fueron grandes demandantes de recursos internos. Por ejemplo, la cartera bruta del sistema financiero con el sector privado, que puede utilizarse como una *proxy* del crédito bruto interno privado, alcanzó un nivel del 33% del PIB hacia mediados de los noventa, mientras que a finales de 2005 apenas alcanzó un 22,5% del PIB. Más adelante, cuando se analice el sector financiero, quedará claro el exceso de financiamiento privado de mediados de los noventa, una de las principales causas de la crisis de la década pasada.

La gran financiación pública con recursos privados fue posible gracias a tres acontecimientos que cambiaron estructuralmente el mercado interno de capitales. En primer lugar, la Constitución de 1991 prohibió el crédito directo del Banco de la República al Gobierno, con lo que éste último tuvo que acudir al mercado de capitales por recursos. A mediados de los años ochenta, el saldo de crédito neto del Banco al Gobierno alcanzó el 5% del PIB (Gráfico 16) y el financiamiento a través de “señoreaje fiscal”, el cual incluye tanto la variación del crédito neto como otras fuentes no contabilizadas como crédito, alcanzó niveles cercanos al 4% del PIB (Gráfico 17). Hay que resaltar el hecho de que el señoreaje primario se utilizó a mediados de la década de los noventa y en 2004 y 2005 principalmente para la acumulación de reservas internacionales¹⁷. En segundo lugar, el desarrollo del mercado de deuda interna que vino acompañado con el desarrollo del mercado de títulos de deuda pública (TES). El saldo de los TES se multiplicó casi por diez entre 1994 y 2005, alcanzando un nivel superior al 27% del PIB en el último año (Gráfico 18). Por último, los cuantiosos ahorros pensionales generados año a año a partir de la Ley 100/93, que creó el sistema privado de pensiones, los cuales demandaban oportunidades de inversión (Gráfico 19). En 1996 ascendían a menos de 1% del PIB y a finales de 2005 alcanzaron un 12% del PIB.

GRÁFICO 16

Crédito Neto del Banco de la República al GNC (% del PIB)

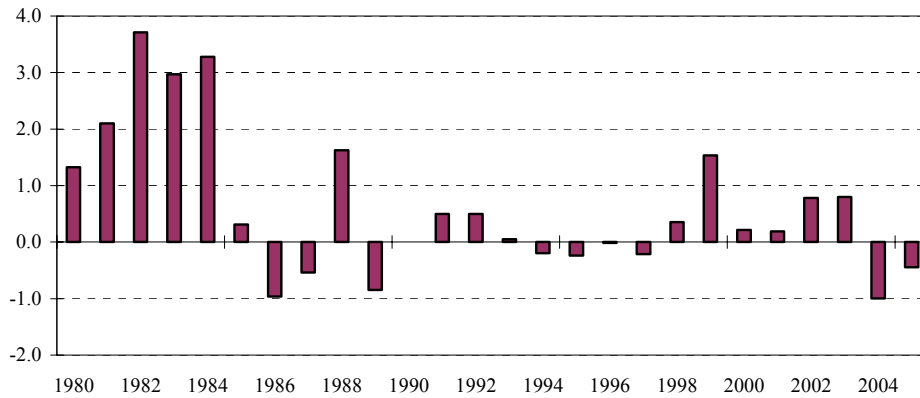


Fuente: Junguito y Rincón (2004).

¹⁷ El señoreaje fiscal (*SF*) se calcula como: $SF = (\Delta CNBR + CEC + U - I) / PIBN$, donde *CNBR* es el crédito neto del Banco de la República al Gobierno, *CEC* son los recursos de emisión de la Cuenta especial de cambios trasladados al Gobierno (1967-1984), *U* son las utilidades transferidas al Gobierno por el Banco de la República (1994-2003), *I* son los ingresos netos del Banco de la República por intereses recibidos del Gobierno, *PIBN* es el PIB nominal y Δ indica la variación absoluta de la variable (Villar, 2004; Junguito y Rincón, 2004). El señoreaje primario es simplemente el beneficio del que se apropia el banco central por su potestad de emitir dinero.

GRÁFICO 17

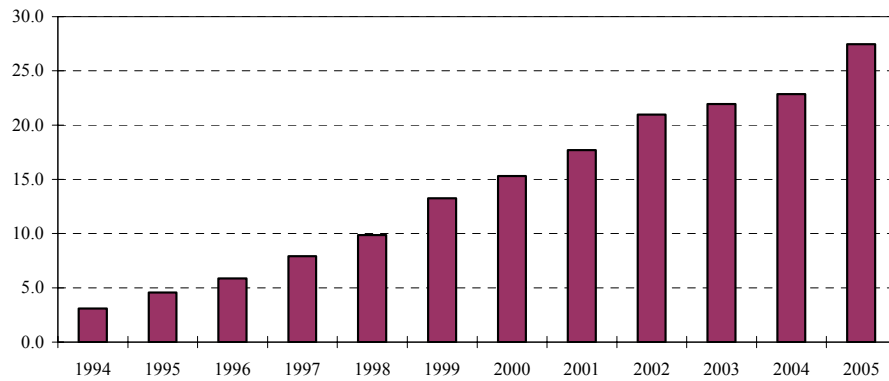
Señoreaje fiscal del GNC (% del PIB)



Fuente: Junguito y Rincón (2004).

GRÁFICO 18

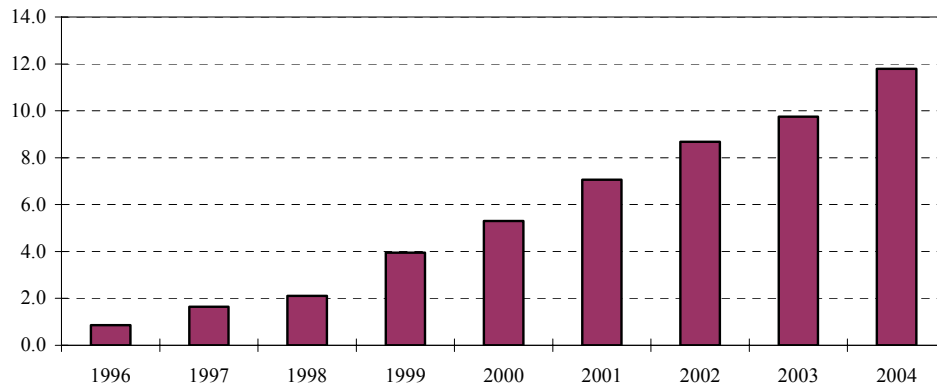
Saldo de TES (% del PIB) 1



Fuente: Sección de Finanzas Públicas, SGEE, Banco de la República. Cálculos propios.
1/ Corresponde al saldo nominal de los TES Clase B.

GRÁFICO 19

Ahorros pensionales de los hogares en las AFP (% del PIB)



Fuente: Sección de Finanzas Públicas, SGEE, Banco de la República. Cálculos propios.

D. La política monetaria y cambiaria

1. Política monetaria

Los bajos niveles de inflación actual, así como la consolidación de la independencia del Banco de la República son activos ganados frente a la situación de los noventa que se deben preservar. Hacia el futuro, la política monetaria deberá enfrentar algunos retos importantes.

La economía colombiana tuvo una inflación por debajo del 5% en 2005, después de haber experimentado tasas promedio por encima del 20% durante la mayor parte de los noventa. Tres elementos explican la caída de la inflación hasta los niveles actuales: en primer lugar, el cambio institucional introducido por la Constitución de 1991 que le dio independencia al Banco de la República y le ordenó el “mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda”. Este hecho puede considerarse como el determinante fundamental del quiebre de la inflación en el país. Un segundo elemento es la continuidad de la política antiinflacionaria, que se ha enmarcado dentro de un esquema de inflación objetivo desde finales de los noventa. En tercer lugar, la recesión de finales de los noventa, que indujo un cambio estructural a la baja de la inflación endémica que sufrió el país por décadas. Esta situación inició una fase de aplicación de una política monetaria expansionista, consistente con el objetivo de contribuir a la recuperación de la economía y de cumplir con las metas de inflación fijadas por la Junta Directiva del Banco.

A continuación se describen las principales características del manejo monetario desde 1990.

La política monetaria de los últimos quince años se puede dividir en dos regímenes¹⁸. Entre 1990 y 1998, cuando los agregados monetarios eran las variables operativas y los objetivos intermedios y la inflación el objetivo final¹⁹. Los instrumentos eran los encajes y las operaciones de liquidez (OMAS), se realizaban con Títulos de Participación, los cuales eran pasivos del Banco de la República. Entre 1999 y la actualidad, las OMAS y los Repos son el instrumento, la tasa de interés de intervención es la variable operativa y la meta de inflación se convierte en el ancla nominal y el objetivo final (régimen llamado de inflación objetivo). El crecimiento del producto ha sido un objetivo más explícito después de la crisis de los noventa. Nótese que a diferencia del período anterior, en este período las OMAS se hacen con títulos emitidos por el Gobierno (TES), los cuales son adquiridos por el Banco mediante la figura de “compras definitivas”.

El comportamiento de los diferentes instrumentos, como de los objetivos, indica el compromiso, los retos y las dificultades enfrentadas por la autoridad monetaria durante los dos regímenes.

¹⁸ Un análisis extenso y pormenorizado sobre la política monetaria en las últimas décadas en Colombia se encuentra en Gómez (2006).

¹⁹ Ya desde 1996 los agregados monetarios comenzaron a perder su papel como metas intermedias debido a su inestabilidad.

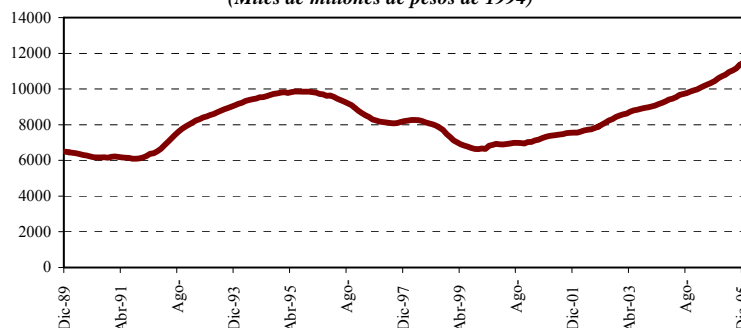
Los encajes

Los encajes fueron uno de los instrumentos más utilizados hasta mediados de la década de los noventa, inclusive el encaje marginal llegó a ser del 100% para todo tipo de depósitos en 1991, excepto para las corporaciones de ahorro y vivienda, como respuesta a la inflación de 1990 (32,4%, la más alta desde 1963). Luego, tuvo una tendencia decreciente hasta 1999 y desde ahí ha oscilado alrededor del 5%.

La base monetaria, la tasa interbancaria (TIB) y la DTF

La base monetaria, la variable operativa más importante hasta finales de los noventa, fue muy contraccionista en 1991, ante los resultados de la inflación de 1990 y, entre diciembre de 1995 y febrero de 2000, para compensar la caída de los encajes y como respaldo a la banda cambiaria (Gráfico 20)²⁰. Hay que señalar que desde mediados de 1994 la política monetaria fue restrictiva, lo que se reflejó en la TIB (19% real en junio de ese año) y en la DTF (12% real en diciembre). De otro lado, fue expansionista entre noviembre de 1991 y 1995, especialmente entre 1992 y 1993 cuando fueron monetizadas gran parte de las entradas de capital, llevando a que la TIB real fuera predominantemente negativa y a que la DTF real alcanzara niveles promedio de tan solo 1%. La base también ha sido expansionista desde marzo de 1999, debido a la acumulación de reservas internacionales ante las masivas entradas de capital en los dos períodos, y en el último, como respaldo a la mayor demanda por saldos reales de dinero debido a la recuperación de la actividad económica y a razones exógenas como el impuesto a las transacciones financieras que aumentó las preferencias por efectivo. Es de anotar que, a diferencia del primer período, bajo el régimen monetario actual, los agregados monetarios se determinan endógenamente por la demanda de saldos reales.

Gráfico 20
Base Monetaria Real 1/
(Miles de millones de pesos de 1994)



Fuente: Sección de Sector Financiero, SGEE, Banco de la República.

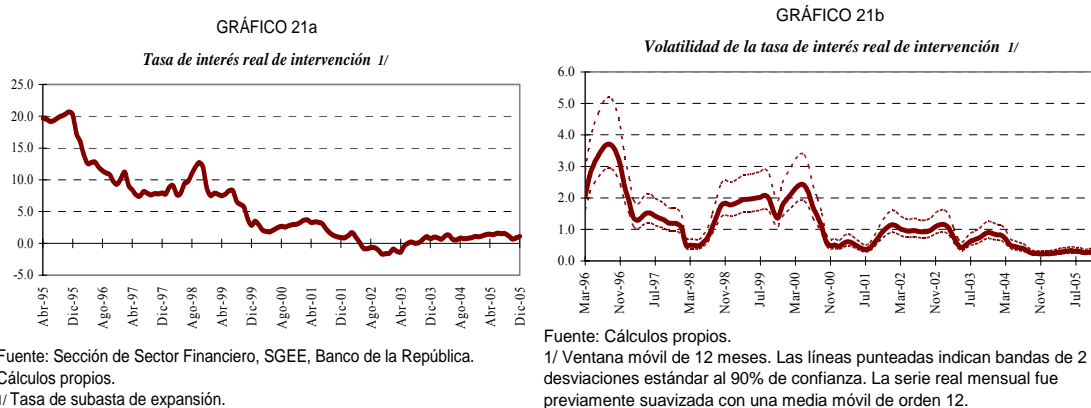
Cálculos propios.

1/ Suavizada con una media móvil de orden 12.

²⁰ Una discusión sobre el manejo monetario y cambiario de los noventa, no resuelta aún, es hasta qué punto se utilizó la tasa de cambio como un ancla nominal, como lo hizo Chile en los noventa. El supuesto implícito era la creencia de la existencia de un “pass-through” de la tasa de cambio nominal a los precios del 100%. Rincón (2000b), Rosas (2004) y Rincón *et al.* (2005) mostraron posteriormente que dicho supuesto no era cierto.

La tasa de interés de intervención y las demás tasas

La tasa de interés de intervención o “tasa de subasta de expansión”, la variable operativa de la autoridad monetaria en el régimen de inflación objetivo, ha tenido cambios y efectos notorios sobre las demás tasas de interés y sobre la actividad económica (Gráfico 21). Su evolución, expresada en términos reales, ha tenido un comportamiento muy diferente, dependiendo del momento analizado.



Entre abril de 1995 y junio de 1996, debido a constantes presiones de demanda sobre los precios y de entradas de capital que forzaban al aumento a los agregados monetarios, la autoridad monetaria reaccionó y la tasa de intervención alcanzó niveles entre 13% y 20% real. La TIB, por su parte, alcanzó niveles del 17%. Como se discutió anteriormente, en este período la DTF alcanzó en varios meses niveles por encima del 10% real. Luego, entre junio de 1996 y octubre de 1999, debido a presiones de demanda, especialmente por parte del sector público y, a los constantes ataques a la banda cambiaria promovidos por la gran volatilidad de los mercados internacionales de capital, que al final fue abandonada en septiembre del último año, su nivel osciló entre 6% y 12% real. La TIB en este período alcanzó el 25% real y la DTF el 17% real. Entre noviembre de 1999 y mayo de 2002, período que coincide con el final de la crisis económica y el comienzo de la recuperación, la tasa de intervención del banco era cercana al 2% real, mientras la TIB llegó al 5% real y la DTF fue incluso negativa. Es de anotar que desde el momento que se empezó a implementar el régimen de inflación objetivo a finales de 1999, la TIB se convirtió en la meta operativa de la autoridad monetaria. Para el período comprendido entre junio de 2002 y agosto de 2003, tanto la tasa de intervención como las demás tasas de interés, y especialmente la TIB, fueron negativas la mayor parte del período. Finalmente, entre septiembre de 2003 y el final de 2005, años de la consolidación de la recuperación económica y la tendencia descendente de la inflación, todas las tasas circundan el 1% real.

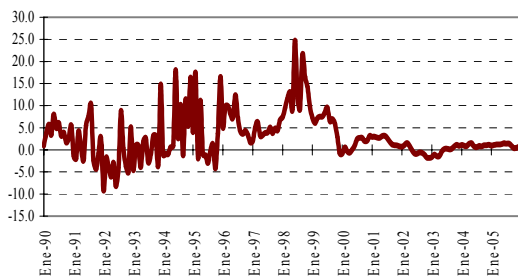
La volatilidad de la tasa de intervención fue relativamente alta entre comienzos de 1996 y comienzos de 2003, año a partir del cuál su volatilidad ha sido casi nula²¹. Sus bajos niveles y su baja volatilidad actual ayudan a explicar el comportamiento de las otras tasas de interés

²¹ La volatilidad es definida como la desviación estándar de la variación porcentual anual de la variable en estudio, con una ventana de doce meses. Las variables definidas en variaciones, como la inflación o las tasas de interés, simplemente se les toma la desviación estándar a su nivel.

(Gráficos 22, 23 y 24) y la recuperación de la economía. Es de resaltar los movimientos muy cercanos (“co-movimientos”) entre la tasa de interés de intervención y las demás tasas y entre sus volatilidades, especialmente desde el inicio de la implementación del régimen de inflación objetivo²². Esto puede interpretarse como un indicador del mayor grado de transmisión de las decisiones de tasa de interés por parte de la autoridad monetaria.

GRÁFICO 22a

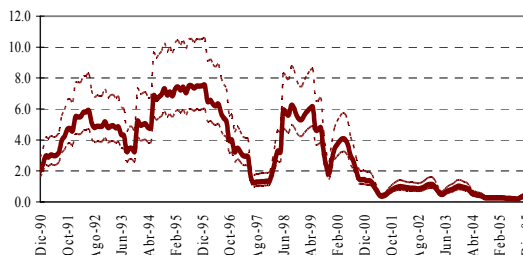
Tasa de interés real interbancaria (%)



Fuente: Sección de Estadística, SGEE, Banco de la República. Cálculos propios.

GRÁFICO 22b

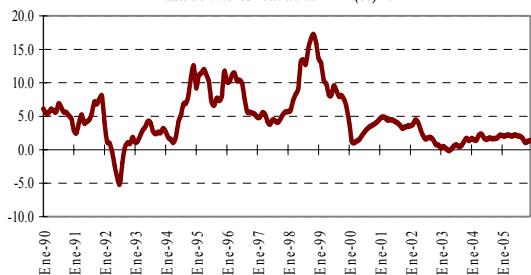
Volatilidad de la tasa de interés real interbancaria 1/



Fuente: Cálculos propios
1/ Ventana móvil de 12 meses. Las líneas punteadas indican bandas de 2 desviaciones estándar al 90% de confianza.

GRÁFICO 23a

Tasa de interés real de la DTF (%) 1/

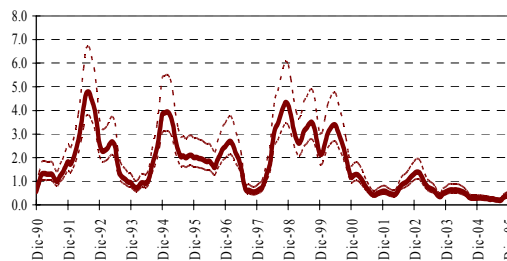


Fuente: Sección de Estadística, SGEE, Banco de la República. Cálculos propios.

1/ Tasa de Interés de los Certificados de Depósito a Término a 90 días - DTF.

GRÁFICO 23b

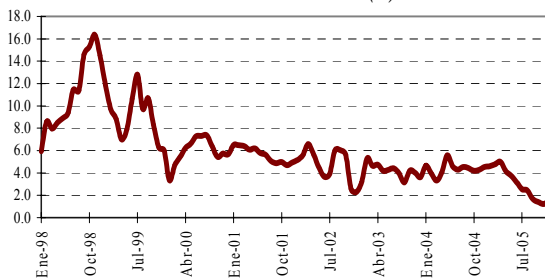
Volatilidad de la tasa de interés real de la DTF 1/



Fuente: Cálculos propios.
1/ Tasa real de los Certificados de Depósito a Término a 90 días - DTF. Ventana móvil de 12 meses. Las líneas punteadas indican bandas de 2 desviaciones estándar al 90% de confianza.

GRÁFICO 24a

Tasa de interés real de los TES (%) 1/

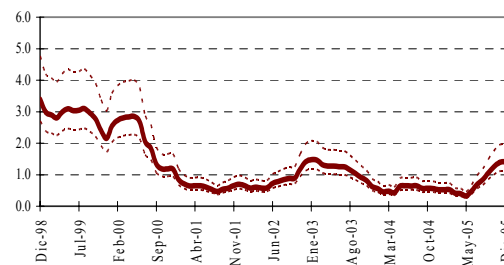


Fuente: Sección de Finanzas Públicas, SGEE, Banco de la República. Cálculos propios.

1/ Tasa ponderada de interés de los TES de 1 a 5 años.

GRÁFICO 24b

Volatilidad de la tasa de interés real de los TES 1/

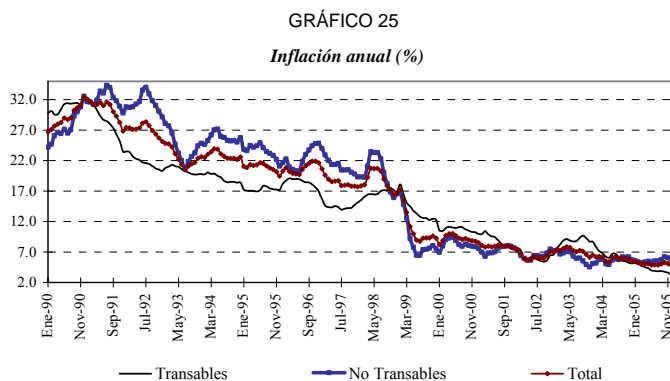


Fuente: Cálculos propios.
1/ Ventana móvil de 12 meses. Tasa ponderada de interés de los TES de 1 a 5 años. Las líneas punteadas indican bandas de 2 desviaciones estándar al 90% de confianza.

²² A través de un ejercicio econométrico sobre los determinantes de la tasa de interés real interna, Villar y Rincón (2001) muestran que la autoridad monetaria influyó en el comportamiento de corto plazo de las tasas de interés internas en los noventas. Sin embargo, la tasa de interés externa resultó ser el determinante fundamental de su comportamiento de largo plazo.

La inflación

La inflación del IPC total ha mostrado una tendencia descendente desde 1990 (Gráfico 25). Esta tendencia, sin embargo, tuvo un cambio estructural a la baja en el período de la crisis económica de 1998 y 1999. Si se descuenta el período entre julio de 1998 y junio de 1999, cuando la inflación anual descendió 11 puntos porcentuales, la inflación promedio descendió de 23% entre diciembre de 1990 y junio de 1998 a 7% entre julio de 1999 y diciembre de 2005. Es decir, la crisis económica de finales de los noventa contribuyó de manera determinante a que la tendencia decreciente de la inflación en el país cambiara de dos a un dígito, lo cual se logró en tan solo un año. En cuanto a la volatilidad de la inflación, esta fue especialmente crítica a mediados de 1999 y hoy en día es la más baja del período.



Fuente: DANE y Sección de Inflación, SGEE, Banco de la República.

Si se desagrega la inflación entre la de transables y no transables, definidas de acuerdo al grado de comerciabilidad internacional de los bienes de cada canasta y el efecto que tenga la tasa de cambio sobre cada una de ellas, se observa que durante el período la inflación total sigue muy de cerca la de no transables (Gráfico 25). Es claro que entre enero de 1991 y enero de 1999 la inflación de no transables fue la que presionó al alza la total, por lo que la preocupación de las autoridades monetarias no se originó en la inflación de comercializables. Lo mismo ha sucedido desde 2004 hasta ahora, lo que convierte la inflación de no transables en un piso para la total; es decir, dada la inflación de comercializables, la única manera de que la inflación total caiga es a través de una reducción de la inflación de no transables, lo cual se logrará con más competencia al interior del sector, mayores ganancias en productividad y con unas expectativas en línea con las metas de inflación de la autoridad monetaria. Entre finales de 1998 y hasta mediados de 2001, período de aceleración de la devaluación del peso, la inflación de productos comercializables presionó hacia arriba la total, excepto en el período comprendido entre finales de 2001 y finales de 2002, donde sucedió lo contrario.

Para lo que resta del año 2006 y para el 2007, el cumplimiento de la meta de inflación por parte de la autoridad monetaria enfrenta varios riesgos de diferente grado de importancia:

- El primero de ellos se origina en el aumento de los precios internacionales de los combustibles y otras materias primas. A diferencia de lo que ocurrido en muchos países, hasta el primer trimestre de 2005 las presiones sobre precios por este concepto en el país han permanecido relativamente controladas. Sin embargo, hay un riesgo alto

de que los precios sigan aumentando a nivel mundial (el desequilibrio entre oferta y demanda se mantiene), lo que podría presionar los precios internos, especialmente de los regulados (gasolina y transporte), y de los alimentos.

- También a nivel externo se mantiene el riesgo a la depreciación del peso, asociado con la incertidumbre sobre el desempeño de la economía de los Estados Unidos y su impacto sobre el comportamiento de los mercados financieros internacionales
- Una mayor depreciación y/o mayores precios de los combustibles podría tener un efecto negativo sobre las expectativas de inflación. En los últimos dos años las expectativas han jugado un papel clave en la reducción de la inflación y se cuenta con ellas para mantener la tendencia en el segundo semestre de 2006 y especialmente en 2007. De no ser así, el esfuerzo de la política monetaria tendría que ser mayor.
- Los aumentos salariales, especialmente del salario mínimo, han superado significativamente las metas de inflación. Si la productividad no sigue aumentando al ritmo de los últimos años, estos incrementos podrían presionar los costos y los precios más de lo previsto.
- El crecimiento de la demanda interna ha sido considerable en los últimos dos años y los indicadores de confianza de consumidores e inversionistas más recientes, junto con las mejores condiciones crediticias, sugieren que esta tendencia se mantendrá. En estas condiciones, existe el riesgo de que dicha dinámica colme la capacidad productiva de la economía más rápido de lo previsto y que surjan cuellos de botella que deriven en presiones sobre precios.
- También se deben tener presentes los posibles efectos que tendría una extensión del impuesto al valor agregado (IVA) a varios bienes de la canasta familiar que hasta ahora han estado excluidos. No obstante, buena parte de dichos efectos serían transitorios.

2. Política cambiaria

Un régimen de tasa de cambio flexible puede permitir a los países en donde se aplica, un mejor manejo cambiario, monetario y macroeconómico tanto durante períodos normales como en períodos de turbulencia.

Desde 1999 la economía colombiana opera bajo un régimen de libre flotación, por el cual la tasa de cambio fluctúa libremente según las condiciones del mercado. Bajo este régimen, el Banco de la República interviene en el mercado cambiario, como mecanismo complementario, para evitar volatilidad en el crecimiento económico y en la tasa de cambio real. Dicha intervención se lleva a cabo de manera discrecional, o mediante subastas de compra y/o venta de divisas cuyas reglas de operación son de conocimiento público. El gran desafío de la política cambiaria actual es conservar un nivel adecuado de reservas internacionales y un manejo cambiario compatible con el esquema de inflación objetivo.

Se pueden identificar varios regímenes o esquemas cambiarios entre comienzos de los noventa y la actualidad. El primero, entre 1990 y junio de 1991, que continuó con el régimen de devaluación gota a gota (*crawling-peg*) vigente desde 1967 y con el control del mercado cambiario por parte del Banco de la República. En ese período las autoridades modificaban la tasa de cambio nominal con el fin de lograr ganancias en la tasa de cambio real. El segundo, entre julio de 1991 y febrero de 1994, se caracterizó por una flotación cambiaria controlada a

través de títulos (certificados de cambio) emitidos por el Banco de la República, los cuales tenían un período de maduración que era modificado por el Banco con el fin de afectar el nivel de la tasa de cambio. Los certificados también fueron utilizados como un instrumento de esterilización. En ese período se descentralizó el mercado cambiario, lo que sigue vigente en la actualidad²³.

Entre febrero de 1994 y septiembre de 1999, el régimen era de banda cambiaria, la cual tenía una pendiente positiva. El banco central intervenía de manera discrecional con el fin de controlar la volatilidad de corto plazo y, en algunos momentos, especialmente al final de ese período, de aliviar las presiones sobre el nivel del tipo de cambio (superior o inferior) y evitar un “overshooting” cuando la tendencia fuera devaluacionista. En este período una preocupación constante eran los efectos inflacionarios de una devaluación del peso. Como se ha repetido a lo largo del texto, en esos años el país y la región se vieron sometidos a una continua presión cambiaria debido a la turbulencia y alta volatilidad de los mercados financieros internacionales, la cual finalizó con salidas de capital a finales de la década. Esto, junto con unas finanzas públicas desbordadas, produjo grandes dificultades de manejo monetario y cambiario a las autoridades, no sólo en Colombia, sino en la mayoría de los mercados emergentes.

A partir de octubre de 1999, cuando se adoptó el régimen de flotación cambiaria, el Banco de la República interviene en el mercado cambiario con diversos propósitos: i) acumular reservas internacionales y así reducir la vulnerabilidad externa del país, ii) reducir la volatilidad de la tasa de cambio y, iii) moderar presiones hacia revaluaciones/depreciaciones insostenibles o excesivas que puedan afectar el comportamiento de la inflación. Para cumplir con tales objetivos, la autoridad cambiaria interviene de manera discrecional en el mercado y además dispone de dos instrumentos: i) subastas de opciones de acumulación/desacumulación de las reservas internacionales y, ii) subastas de opciones de compra /venta de divisas para el control de la volatilidad. Las reglas de operación de las subastas fueron diseñadas desde 1999 y han sufrido algunas modificaciones²⁴.

La tasa de cambio nominal

Entre 1991 y 2003 se registró una devaluación promedio de 15% anual (Gráfico 26). Sin embargo, en algunos momentos intermedios de entradas importantes de capital el peso se apreció, tanto por dichas entradas como por las expectativas de mayor apreciación que ellas mismas generaron. Por ejemplo, una de las justificaciones para la declaración de la Emergencia Económica en 1997 (Decreto 80/97) fue la “persistente apreciación del peso”. Los incrementos de los precios del café y el petróleo en 1996 y comienzos de 1997 también jugaron un papel importante en la revaluación. Entre 2003 y 2005, la moneda colombiana se apreció en promedio 10% anual. Durante este período, la volatilidad de la tasa de cambio tuvo dos momentos críticos: a mediados de 1992, coincidiendo con las discusiones acerca de la

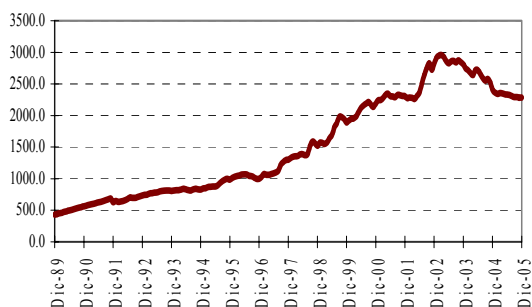
²³ A pesar de la descentralización se mantuvo un mercado único para la tasa de cambio, control a los movimientos de capitales y manejo centralizado de las reservas internacionales.

²⁴ Vargas (2005) argumenta que la política de inflación objetivo y de intervención cambiaria pueden ser compatibles mientras existan las condiciones de la economía que lo permitan, por ejemplo, un *gap* del producto negativo y una percepción del público que las preferencias de la autoridad son una inflación baja y una tasa de cambio real competitiva.

gradualidad de la apertura comercial y, en septiembre de 1999, fin de la banda cambiaria. En diciembre de 2005 la volatilidad fue la más baja desde mediados de 1993.

GRÁFICO 26a

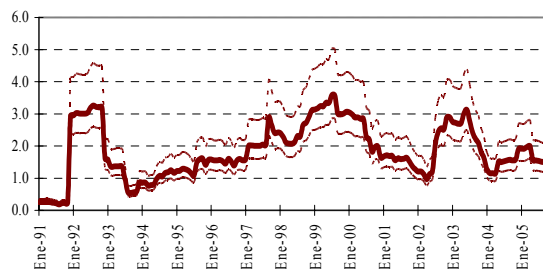
Tasa de cambio nominal promedio (Pesos/dólar)



Fuente: Sección de Estadística, SGEE, Banco de la República

GRÁFICO 26b

Volatilidad de la tasa de cambio nominal promedio 1/



Fuente: Cálculos propios.

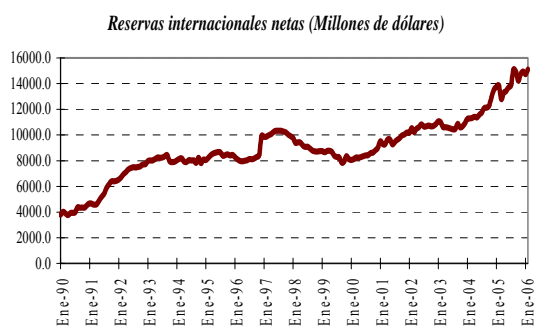
1/ Ventana móvil de 12 meses. Las líneas punteadas indican bandas de 2 desviaciones estándar al 90% de confianza.

Las reservas internacionales

Las reservas internacionales registraban a finales de 2005, un saldo record histórico, alcanzando un nivel cercano a los \$15.000 millones de dólares (Gráfico 27). Desde mayo de 2004 ha habido un cambio sin precedentes en el manejo de las reservas internacionales por parte del Banco de la República, consistente en ventas al Gobierno. De esta forma, entre mayo/04 y febrero/06 el banco vendió al Gobierno, un valor acumulado de \$4.750 millones de las reservas internacionales, a cambio de las cuales recibió títulos de deuda pública TES. Esto se ha reflejado en una recomposición en el balance del Banco desde activos externos hacia activos internos, los cuales el banco ha utilizado en su política de esterilización.

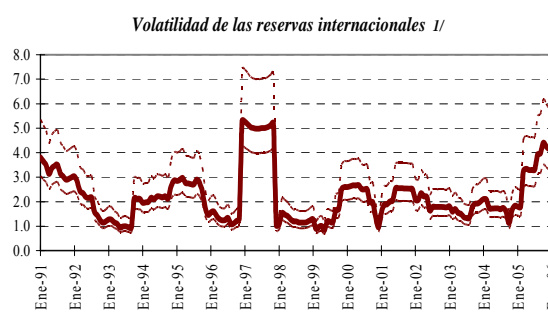
Se pueden distinguir claramente tres períodos en el manejo de las reservas. El primero entre enero de 1990 y agosto de 1997, cuando se acumularon \$6.500 millones de dólares, a pesar del profundo deterioro de la cuenta corriente. Como ya se explicó, tal deterioro se debió al exceso de financiamiento externo durante ese período y al programa de privatizaciones del Gobierno. Hay que resaltar los esfuerzos de la autoridad cambiaria por evitar una mayor apreciación del peso en momentos cambiarios y macroeconómicos difíciles. El segundo período se extiende entre agosto de 1997 y octubre de 1999, que coincide con ataques constantes a la banda cambiaria, cuando se desacumularon \$2.400 millones de dólares. Finalmente, entre octubre de 1999 y febrero de 2006, cuando se acumularon \$7.194 millones de dólares, sin contar las ventas al Gobierno, lo que muestra la agresividad de la política de intervención del Banco de la República en el mercado cambiario. Los títulos recibidos por el Banco a cambio de las reservas le han servido para continuar la política de intervención, con esterilización parcial. Por último, es de anotar que entre todas las variables analizadas, las reservas resultaron ser las más volátiles, fenómeno que se volvió creciente desde el inicio de la intervención discrecional por parte del Banco en el mercado cambiario, lo cual no es inconveniente para el esquema de inflación objetivo, mientras no se comprometa la meta de inflación.

GRÁFICO 27a



Fuente: Sección de Balanza de Pagos, SGEE, Banco de la República.
Cálculos propios.

GRÁFICO 27b



Fuente: Cálculos propios.
1/ Ventana móvil de 12 meses. Las líneas punteadas indican bandas de 2 desviaciones estándar al 90% de confianza.

La tasa de cambio real²⁵

Estudios recientes sugieren que la tasa de cambio real se encontraría cercana a su nivel de largo plazo.

La tasa de cambio real es una de las variables macroeconómicas que presenta los cambios más bruscos y más prolongados de las analizadas en este documento (Gráfico 28). Según estudios recientes, su nivel a mediados de 2006 se encontraría cercano a su nivel de largo plazo²⁶, aunque este es un concepto que suscita debate y continúa en estudio. Lo que pase con esta variable, de nulo control por parte de la autoridad cambiaria en el largo plazo, seguirá siendo un tema de preocupación²⁷.

De acuerdo con su comportamiento, se pueden distinguir claramente tres períodos. El primero, que va de noviembre de 1990 a septiembre de 1997, la tasa se apreció en 41%; sin lugar a dudas, los grandes flujos de capital y el aumento sin antecedentes en el gasto público ayudaron a explicar en gran medida tal apreciación. Como se ha argumentado en diferentes documentos, la profunda apreciación de este período ayudó a explicar el gran déficit de la cuenta corriente de mediados de los noventa. El segundo período, entre mayo de 1997 y marzo de 2003, la tasa se depreció 67%, lo cuál coincidió con la corrección de la cuenta corriente. En este período hubo una gran caída del financiamiento externo, un empeoramiento de los términos de intercambio y una alta depreciación de la tasa de cambio nominal. Por último, entre abril de 2003 y diciembre de 2005, cuando la tasa se apreció 24%, las entradas de capital, el mejoramiento de los términos de intercambio y la apreciación de la tasa de cambio nominal, contribuyeron a dicho comportamiento. La cuenta corriente, por su lado, no parece reflejar aún los efectos de la apreciación de los últimos dos años, los cuáles pueden estar siendo compensados por las mejoras en los términos de intercambio.

²⁵ Se refiere al promedio geométrico (1994=100) de la tasa de cambio real que utiliza como deflactor el IPC.

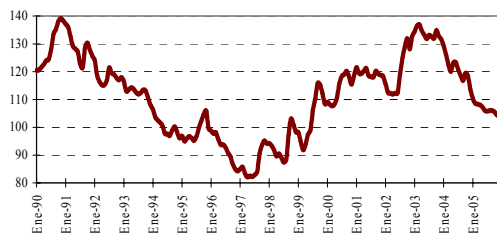
²⁶ Consultar a Echavarría, *et al.* (2005).

²⁷ El comportamiento de la tasa de cambio real de “equilibrio” es una consecuencia de lo que le pase a variables macro y externas como las tasas de interés, el financiamiento externo, los términos de intercambio, el gasto público y la productividad. A su vez, lo que suceda con la tasa de cambio real tiene un impacto en algunas de estas mismas variables y sobre otras como el consumo de los individuos, que se verá reflejado en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

La volatilidad de la tasa de cambio real ha sido relativamente alta, especialmente hacia finales de los noventa, los años de la crisis económica y la mayor turbulencia macroeconómica. Por el contrario, hacia finales de 2005, la volatilidad alcanzó su nivel más bajo de los últimos quince años.

GRÁFICO 28a

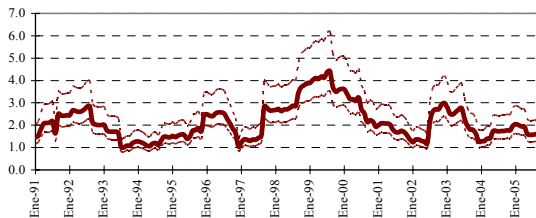
Índice de la tasa de cambio real ^{1/}



Fuente: Sección de Estadística, SGEE, Banco de la República.
1/ Promedio geométrico que utiliza como deflactor el IPC.

GRÁFICO 28b

Volatilidad de la tasa de cambio real ^{1/}



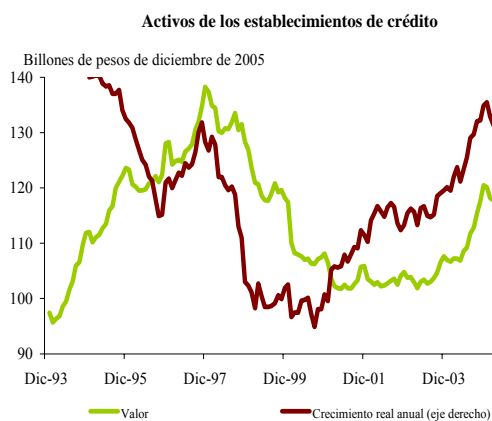
Fuente: Cálculos propios.
1/ Ventana móvil de 12 meses. Las líneas punteadas indican bandas de 2 desviaciones estándar al 90% de confianza.

E. El sistema financiero

En la actualidad el sistema financiero colombiano presenta fortalezas frente a la situación de la década pasada. La recuperación de los últimos años ha estado acompañada de un fortalecimiento y consolidación de los establecimientos de crédito y las instituciones financieras no bancarias, proceso en el que la regulación prudencial jugó un papel importante, por lo que ahora se tiene un sector mucho más integrado, diversificado y fuerte. Los cambios en la composición de los balances de las instituciones financieras han generado nuevos retos y riesgos para el sector y las autoridades.

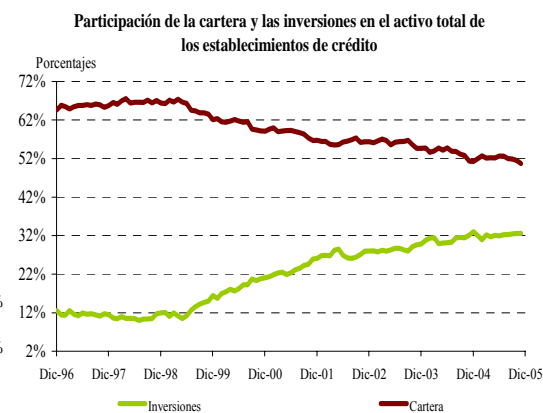
El sistema financiero ha mostrado una trayectoria de recuperación a partir de 2002 que se consolida en el año 2005, después de la crisis que afrontó entre 1998 y 2001. Las cifras registradas a finales de 2005 así lo demuestran, tanto en el nivel de utilidades como en la magnitud y crecimiento de la cartera y sus indicadores de riesgo. La recuperación de los últimos tres años ha estado acompañada de un fortalecimiento y consolidación de los establecimientos de crédito y las instituciones financieras no bancarias, así como de cambios en la composición de los balances que generan nuevos retos y riesgos para el sector y las autoridades. En este proceso la regulación prudencial jugó un papel importante.

GRÁFICO 29



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y SGMR.

GRÁFICO 30



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y SGMR.

Las cifras a diciembre de 2005 muestran una recuperación en el tamaño de los establecimientos de crédito que había caído como consecuencia de la crisis. Sus activos se redujeron de \$138 billones (b) en diciembre de 1997 (nivel tope anterior a la crisis), a niveles cercanos a \$100 b durante 2002, para recuperarse y alcanzar \$134.9 b a finales de 2005²⁸ (Gráfico 29). Es decir, la mejoría ha llevado el tamaño de los establecimientos de crédito, según activos, al nivel observado antes de la crisis.

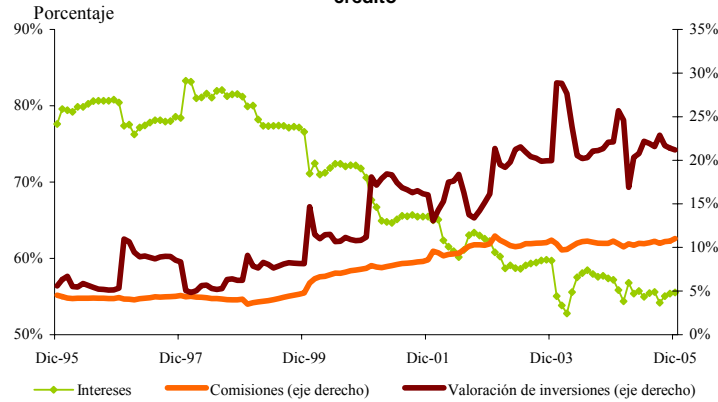
El portafolio de activos en poder de los establecimientos de crédito ha sufrido una transformación estructural desde finales de los noventa configurando una composición por activos diferente a la existente antes de la crisis. Hoy en día la participación de las inversiones en el total de activos se ha multiplicado por tres al pasar de representar el 11,7% en diciembre de 1997 a 32,6% en diciembre de 2005, mientras la cartera pasó de representar el 65,2% al 50,7% en el mismo período. A diciembre de 2005, la cartera alcanzó \$77 b y las inversiones \$43.9 b (Gráfico 30). Este aumento en la participación de las inversiones en el activo de los establecimientos de crédito, en particular en títulos emitidos por el Gobierno (TES), ha aumentado la sensibilidad y vulnerabilidad del sector a cambios en la tasa de interés y al comportamiento del emisor de los títulos que aumenta el riesgo de mercado.

Este cambio en la composición del activo se ilustra también con los ingresos de los establecimientos de crédito. Desde finales de la década pasada ha aumentando la participación de los ingresos por valoración de las inversiones y ha disminuido la de los ingresos por intereses o cartera de créditos. Al finalizar el año 2005, los ingresos por intereses representaban el 55,5% del total, mientras que los que se generaron por valorización de inversiones representaron cerca del 21% (Gráfico 31). Este punto ilustra nuevamente la vulnerabilidad en términos de riesgos de mercado de los establecimientos de crédito a cambios en las tasas de interés.

²⁸ En pesos de diciembre de 2005

GRÁFICO 31

Composición de los ingresos de los establecimientos de crédito



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y SGMR.

La exposición de los establecimientos de crédito al sector público casi se ha duplicado desde finales de los noventa al pasar de representar el 18,4% del monto expuesto en diciembre de 1999 a 34% en diciembre de 2005 (Cuadro 3), aumentando así su vulnerabilidad ante choques adversos de los mercados de capital internos y externos. Por su parte, la exposición al sector de los hogares ha disminuido considerablemente al pasar del 40,3% del monto expuesto en diciembre de 1999 a 26,7% en diciembre 2005. La exposición al sector corporativo privado se ha mantenido estable.

CUADRO 3

Exposición de los establecimientos de crédito a sus deudores
(Billones de pesos de diciembre 2005 y porcentajes)

Tipo	Diciembre de 1998		Diciembre de 1999		Diciembre de 2004		Diciembre de 2005	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Sector público								
Cartera	8.4	9.2	7.4	8.8	4.7	5.2	4.3	4.2
Titulos	5.2	5.7	8.0	9.5	25.6	28.2	30.3	29.7
Total	13.6	14.9	15.4	18.4	30.3	33.4	34.6	34.0
Sector corporativo privado								
Cartera	37.0	40.6	34.2	40.9	36.1	39.7	39.4	38.7
Titulos	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.7	0.7
Total	37.3	40.9	34.5	41.3	36.5	40.2	40.1	39.3
Sector hogares								
Cartera	40.3	44.2	33.7	40.3	21.0	23.1	24.7	24.2
Consumo	15.4	16.8	10.1	12.1	13.6	14.9	17.9	17.6
Hipotecaria	24.9	27.3	23.6	28.2	7.4	8.2	6.8	6.7
Titularizaciones					3.0	3.3	2.5	2.5
Total	40.3	44.2	33.7	40.3	24.0	26.4	27.2	26.7
Total monto expuesto	91.2	100.0	83.6	100.0	90.8	100.0	101.8	100.0
Monto expuesto sobre activos (porcentaje)	73.4		73.1		75.4		75.5	

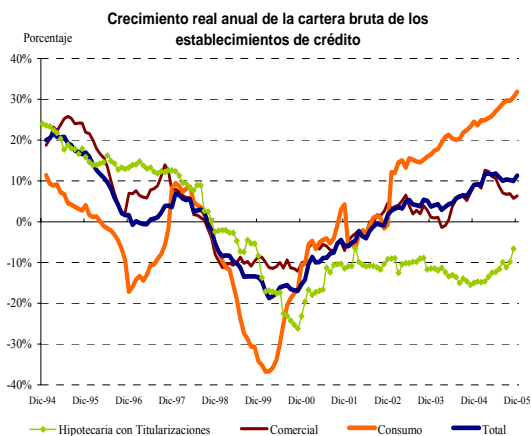
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y Departamento de Estabilidad Financiera.

En términos de los componentes del activo, la cartera bruta de los establecimientos de crédito ha crecido en términos reales desde diciembre de 2002, después de las bajas o negativas tasas

de crecimiento observadas durante y después de la crisis de los noventa. Durante el año 2005, el total de la cartera creció 11,3% en términos reales y su saldo al finalizar el año fue de \$77 b (27,2% del PIB). Pese a ello el total de la cartera aún no alcanza los niveles previos a la crisis, cuando llegó a representar el 41,6% del PIB (Gráficos 32 y 33). Esto se explica en parte por la continua caída del nivel de la cartera hipotecaria desde mediados de 1998. Mientras que la cartera hipotecaria con titularizaciones representa a finales de 2005 el 2,4% del PIB, en diciembre de 1997 alcanzó a representar el 11,4% del PIB. Las más recientes cifras muestran una reducción en el ritmo de caída de la cartera hipotecaria que, combinado con un aumento de los desembolsos del crédito hipotecario del 19,7% real durante 2005, indican un cambio en el comportamiento de este tipo de cartera al final del período de análisis.

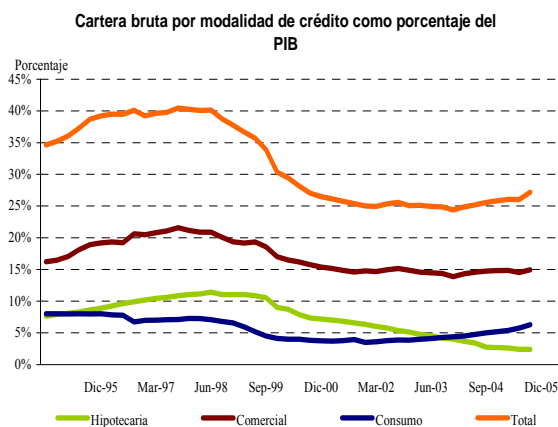
La cartera de consumo, por su parte, ha duplicado su participación en el PIB en los últimos tres años al pasar de 3,6% a mediados de 2002 a 6,3% al finalizar el 2005, pero sin alcanzar los niveles cercanos al 8% del comienzos de los noventa. Su elevado crecimiento real, 31,9% durante 2005, representa un riesgo de crédito mayor para los intermediarios con alta exposición a este tipo de cartera. Más aún, el comportamiento de dicha cartera es importante en términos del riesgo de crédito de los establecimientos de crédito, en la medida en que la misma no cuenta con suficientes garantías y representa el 23,1% de la cartera total (Gráficos 32 y 33).

GRÁFICO 32



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y SGMR.

GRÁFICO 33



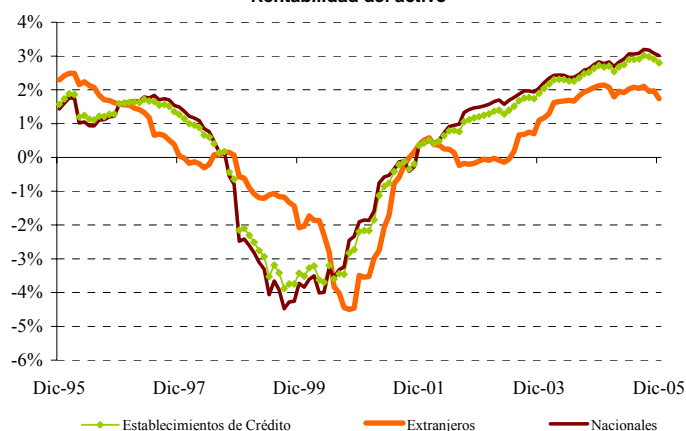
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y SGMR.

De esta forma, un indicador de posible riesgo crediticio en el futuro se puede presentar en el crédito de consumo, que representó el 13% de los activos de los establecimientos de crédito a finales de 2005; sin embargo, este es un riesgo moderado, aunque demanda supervisión y cuidado. En efecto, aún no se alcanza el nivel de cartera de consumo del período precrisis, la exposición al sector de los hogares es menor y la exposición al riesgo esta más distribuida entre los establecimientos de crédito. En la etapa precrisis entidades especializadas en este tipo de crédito concentraban gran parte de este portafolio. En cuanto al riesgo de mercado, el mayor riesgo percibido al analizar las cifras de los establecimientos de crédito surge del aumento en los activos asociado a inversiones en el sector público.

El crecimiento del activo está respaldado por un aumento de las captaciones que ya sobrepasaron los niveles anteriores a la crisis. Este crecimiento de las captaciones se ha dado, durante los últimos dos años, dentro de un proceso de sustitución de fuentes de fondeo más costosas, como los CDT, a más baratas como las cuentas corrientes y los depósitos de ahorro.

Es claro que los riesgos discutidos son mitigados hasta cierto grado por la fortaleza patrimonial de los establecimientos de crédito, alentada por mejores niveles de rentabilidad. La rentabilidad de los establecimientos de crédito durante 2005 recobró los niveles de antes de la crisis, tanto para los bancos nacionales como extranjeros, de tal forma que mejora las condiciones para la expansión del sector y eleva su capacidad de reacción a choques adversos (Gráfico 34). En efecto, las utilidades acumuladas de los establecimientos de crédito durante 2005 alcanzaron los \$3.4 b, con un crecimiento real del 20,8% respecto al año 2004.

GRÁFICO 34
Rentabilidad del activo



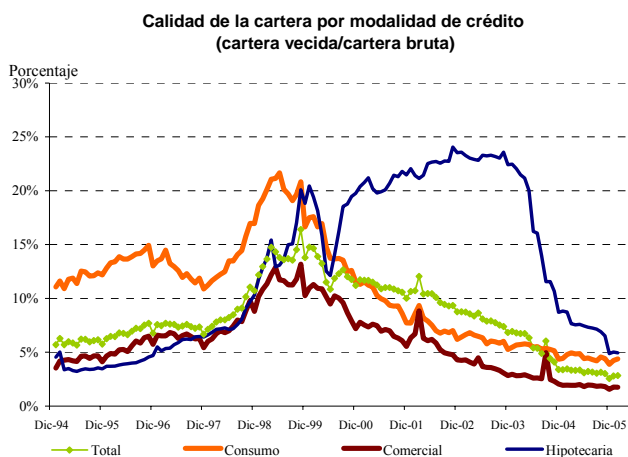
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y SGMR.

Al finalizar el año 2005, los indicadores de calidad de cartera de las diferentes modalidades de crédito consolidan su tendencia decreciente alcanzando mínimos históricos, incluso los de cartera hipotecaria²⁹. En particular, la calidad de la cartera hipotecaria fortalece su tendencia positiva de tal forma que se produjo una convergencia en la calidad de cartera de las diferentes modalidades de crédito³⁰. Esta mejora en la calidad de la cartera hipotecaria se observó luego del deterioro de la misma registrado desde finales de 1995, ante el fin de la burbuja hipotecaria de la primera mitad de los noventa. El aumento en el precio de la vivienda durante este período estuvo acompañado por un crecimiento sin precedentes en la cartera hipotecaria y por tanto el fin de la burbuja llevó a una crisis en los bancos especializados en cartera hipotecaria (BECH) cuando el valor de los inmuebles cayó por debajo de los precios de garantía (Gráfico 35).

²⁹ Nótese como, pese al gran aumento de la cartera de consumo, no se presenta un deterioro alguno en su calidad.

³⁰ La reducción del indicador de cartera vencida hipotecaria a finales de 2005 respondió en gran medida a la tercera compra de títulos de cartera hipotecaria vencida (TECH).

GRÁFICO 35



Los indicadores de calidad de cartera de las diferentes modalidades de crédito consolidan su tendencia decreciente alcanzando mínimos históricos.

El alza insostenible en los precios de la vivienda alcanzó su punto más alto a finales de 1995, momento en que inició su descolgada. En la actualidad, pese a que los precios de la vivienda usada han aumentado desde mediados de 2005, aún no alcanzan los niveles de finales de los años ochenta y menos aún los anteriores a la crisis de los noventa (Gráficos 36 y 37).

GRÁFICO 36

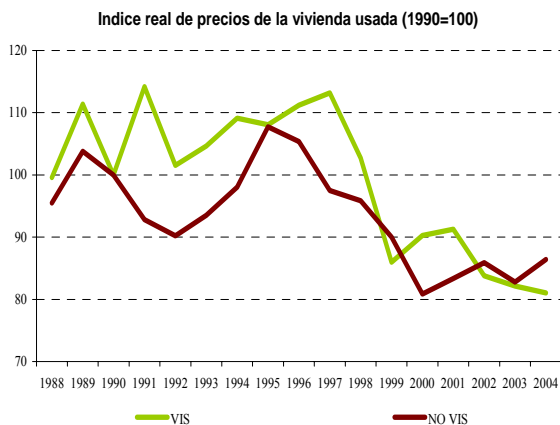


GRÁFICO 37



Tanto el fin de la burbuja en la finca raíz como la crisis del sistema UPAC durante los noventa fueron determinantes de la pobre evolución de este mercado de crédito durante la segunda mitad de los noventa y el primer quinquenio del siglo XXI³¹. En ese sentido, la disminución en

³¹ A través de la Resolución Externa número 8 del 14 de mayo de 1999, la Junta Directiva del Banco de la República incorporó de nuevo la inflación dentro del cálculo del valor del UPAC. La Ley de Financiación de Vivienda (Ley 546/99) eliminó el UPAC y creó la nueva unidad de valoración de los créditos de vivienda, la Unidad de Valor Real UVR, que depende exclusivamente de la variación del Índice de Precios al Consumidor.

las tasas de interés para la financiación de la vivienda durante los primeros meses de 2006 es un paso en la dirección correcta para reactivar este mercado. El nuevo dinamismo del mercado de crédito hipotecario permite ofrecer a los clientes un creciente menú de opciones en cuanto a tasa, plazo y modalidad. Así mismo, las más bajas tasas de interés contribuyen a aumentar el ingreso disponible de los hogares y a disminuir la probabilidad de incumplimiento de los créditos.

Las instituciones financieras no bancarias, en particular las administradoras de fondos de pensiones, han ganado importancia desde finales de los noventa, modificando la exposición a los diferentes riesgos del sector financiero

La creación de las administradoras de fondos de pensiones a partir de la Ley 100/93 cambió la composición del sector financiero colombiano de tal forma que las instituciones financieras no bancarias (IFNB) han ganado importancia permanentemente modificando la exposición a los diferentes riesgos del sector³². A finales de 2005, el portafolio de inversión de las IFNB representaba cerca del 25% del PIB con tasas reales anuales de crecimiento de más de 30%, de tal forma que sus estrategias de inversión tienen efectos importantes tanto sobre los mercados a los que acuden, como sobre el ahorro de los hogares que ellas administran.

La dinámica de las IFNB se explica en gran medida por el comportamiento de las administradoras de fondos de pensiones (AFP). El tamaño del portafolio administrado por las AFP se duplicó en los últimos cuatro años, alcanzando \$46 b. en noviembre de 2005. Estos aumentos en el portafolio de las AFP se dedicaron en gran medida a comprar TES, de tal forma que a finales de 2005 contaban con el 16,5% del saldo total de los mismos. Esto ha generado una alta exposición de los fondos de pensiones a los títulos de deuda pública, de tal forma que a noviembre de 2005 los TES representaron el 47,2% del total del portafolio de las AFP, ubicándose a sólo 2,8% del límite permitido.

Durante los últimos años la participación del sector real dentro del portafolio de las AFP ha aumentado, de tal forma que las acciones representan cerca del 13% del portafolio de los fondos de pensiones obligatorias. En ese sentido, el crecimiento sin precedentes experimentado por aumento el mercado bursátil desde 2003 que se revierte parcialmente en 2006 presenta señales de alerta tanto para las AFP como para el conjunto del sistema financiero y la economía (Gráfico 38).

³² En el grupo de las IFNB se encuentran las administradoras de fondos de pensiones, las compañías de seguros de vida CSV, las compañías de seguros generales y el portafolio administrado en las sociedades fiduciarias en los fondos comunes ordinarios y especiales.

GRÁFICO 38



En síntesis, los buenos indicadores de desempeño, cobertura y liquidez que presenta el sistema financiero en la actualidad son un primer paso en la dirección correcta para fortalecer al sector financiero en su papel de promotor del crecimiento. El cambio en la estructura de propiedad del sector, observada en los últimos años, hacia la consolidación de entidades o grupos financieros más grandes, puede tener ventajas para el consumidor en la medida en que esté basado en competencia y regulación prudencial. Sin embargo, se deben tener en cuenta los posibles riesgos de mercado y crédito que se puedan generar en el futuro por la elevada participación en el activo, de las inversiones en títulos de deuda pública y el crecimiento de la cartera de consumo.

F. Conclusiones: fortalezas, debilidades y retos de la economía colombiana

La situación macroeconómica actual del país es menos vulnerable que la que se vivió en los noventa. Algunas de las principales fortalezas actuales de la economía que la diferencian de la situación en la que se encontraba hace una década son las siguientes:

- La situación del sector público no financiero ha mejorado, y en los últimos tres años se han logrado superávits primarios que en promedio equivalen al 1,9% del PIB, lo cual le permitió reducir su acervo de deuda bruta de 54,4% del PIB en 2002 a 49,7% al finalizar 2005.
- El déficit en la cuenta corriente es relativamente bajo y se encuentra financiado por flujos de Inversión Extranjera Directa (IED).
- El saldo de la deuda externa del sector privado se ha reducido notoriamente desde el año 1999.
- Los niveles de inflación son bajos, se ha consolidado la independencia del Banco de la República y ha aumentado la credibilidad en la política monetaria.
- El régimen de tasa de cambio flexible con el que opera la economía colombiana permite un mejor manejo cambiario, monetario y macroeconómico tanto en períodos de normalidad como de crisis.
- Las reservas internacionales del país han alcanzado un nivel históricamente alto y los indicadores de liquidez y vulnerabilidad externa, muestran que la economía colombiana podría enfrentar con holgura choques externos adversos.
- El sistema financiero colombiano presenta fortalezas frente a la situación de la década pasada. La recuperación de los últimos años ha estado acompañada de un fortalecimiento y consolidación de los establecimientos de crédito y las instituciones

financieras no bancarias, proceso en el que la regulación prudencial jugó un papel importante, por lo que ahora se tiene un sector mucho más integrado, diversificado y fuerte.

- El mejor cubrimiento de la cartera, buenos niveles de rentabilidad y solidez patrimonial de los intermediarios financieros hacen más fuerte al sistema financiero y disminuyen el riesgo de crédito en el corto plazo. Los indicadores de calidad de cartera de las diferentes modalidades de crédito consolidan su tendencia decreciente alcanzando mínimos históricos.

Adicionalmente, la economía colombiana es hoy más abierta y se observa una fuerte recuperación de la inversión privada y del consumo de los hogares.

A pesar de lo anterior, subsisten riesgos importantes: (i) la situación fiscal del Gobierno Nacional Central, las vulnerabilidades asociadas con su financiamiento y el nivel todavía preocupante de la deuda pública y su servicio; (ii) los cambios en la composición de los balances de las instituciones financieras han aumentado el riesgo de mercado del sistema financiero debido a la creciente participación de los títulos de deuda pública en el balance de las entidades; adicionalmente, en los últimos tres años ha tenido lugar un aumento del riesgo de crédito debido, principalmente, a las altas tasas de crecimiento de la cartera de consumo; (iii) si las condiciones externas se mantienen, es posible que la demanda interna continúe creciendo a tasas superiores a la capacidad productiva. Este factor constituye un riesgo sobre el manejo actual de la política monetaria; (iv) como otras economías emergentes, la economía colombiana continúa siendo vulnerable a choques externos, que, dependiendo de su magnitud, pueden afectar la actividad económica y el empleo en forma significativa.

II. PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA COLOMBIANA 2006 - 2011

En el presente capítulo se analizan las perspectivas de la economía colombiana para los próximos años en los siguientes aspectos: 1) su ubicación actual en el ciclo económico, y específicamente, el nivel del producto con respecto a su tendencia de largo plazo o lo que se denomina como la “brecha del producto”; 2) el crecimiento actual del producto potencial y sus perspectivas de crecimiento para los próximos años; 3) las posibilidades de crecimiento del sector privado, a partir de un ejercicio de consistencia macroeconómica que utiliza las proyecciones de la balanza de pagos para el período 2006-2011 y las necesidades de financiamiento del sector público para cubrir el déficit fiscal.

Como se explica más adelante, el ejercicio de consistencia macroeconómica supone que las condiciones externas que enfrenta actualmente la economía colombiana no sufren variaciones abruptas en los próximos años (escenario base). De esta manera, el contexto externo permitiría que la economía continuara creciendo a una tasa alrededor de su tendencia de largo plazo (entre 4% y 4,5%).

Sin embargo, como cualquier otra economía pequeña y abierta, la colombiana está sujeta a choques provenientes del resto del mundo. Usualmente estos se refieren a cambios significativos en el crecimiento de la demanda mundial, en los términos de intercambio, y en los flujos externos de capital, muchas veces asociados con cambios en las tasas de interés externas. En la Sección C de este capítulo, se incorporan escenarios alternativos que

consideran la posibilidad de choques negativos asociados con estos factores. El objetivo de estos ejercicios es simular qué ocurriría con la balanza de pagos (específicamente con la cuenta corriente y la tasa de cambio real) y con el crecimiento económico si la economía sufriera choques similares a los que enfrentó en la segunda mitad de los noventa. De esta forma se intenta evaluar el grado de vulnerabilidad actual de la economía, comparado con el que tenía en los noventa.

A. BRECHA DEL PRODUCTO Y CRECIMIENTO POTENCIAL EN COLOMBIA

Desde una óptica de contabilidad del crecimiento, éste puede representarse como el resultado de la acumulación de factores y del aumento de la productividad. En un horizonte de largo plazo, esto se refiere al ritmo de acumulación de capital, al crecimiento de la fuerza de trabajo, determinado en última instancia por aspectos demográficos y, a un conjunto de factores que afectan la productividad de largo plazo de la economía. El crecimiento así calculado se denomina “crecimiento potencial”, y en la medida en que, en este horizonte de tiempo, contempla el ajuste flexible de los mercados, es también el “crecimiento natural o de pleno empleo” de la economía. Un concepto relacionado es el “crecimiento sostenible o no inflacionario” que se define como el ritmo de expansión económica que garantiza una inflación estable en el largo plazo.

Para un período largo de tiempo, se espera que el PIB observado fluctúe alrededor del PIB potencial o no inflacionario. La diferencia entre el producto observado y el potencial se conoce como brecha del producto. Si el PIB observado se encuentra por debajo de su nivel potencial o no inflacionario (brecha negativa) tienden a existir presiones a la baja sobre la inflación. Ello por cuanto las empresas presentan excesos de capacidad productiva que les resta poder de fijación de precios y les permite atender la demanda sin provocar aumentos de costos. Al mismo tiempo, en estas circunstancias, el mercado laboral presentaría tasas de desempleo relativamente altas que permitirían que las empresas engancharan trabajadores sin presionar salarios. Cuando el PIB observado se encuentra por encima del potencial (brecha positiva) sucede lo contrario y los precios y la inflación suelen recibir presiones alcistas.

Teniendo en cuenta lo anterior, para estimar el crecimiento futuro de la economía en un horizonte de mediano y largo plazo deben tenerse en cuenta dos aspectos. En primer lugar, estimar la situación inicial, o la posición de la economía en el ciclo económico. Esto también se puede interpretar como la estimación del tamaño de la brecha del producto. En segundo lugar, la disponibilidad de factores productivos hacia el futuro junto con una estimación de cual sería el ritmo de avance tecnológico y el crecimiento de la productividad de los factores. Esto se puede interpretar como la estimación del crecimiento potencial. El crecimiento observado podría diferir del crecimiento potencial por un tiempo si, en el punto de partida, el PIB se encuentra lejos de su potencial. Así, si la brecha inicial es negativa, el crecimiento sostenible podría superar al potencial mientras ella se cierra. En caso de que la brecha esté cerca de cero, el crecimiento sostenible tiende a converger rápidamente al potencial y en este caso el límite a la expansión del producto estaría determinado por la disponibilidad futura de factores y el progreso técnico.

1. El crecimiento en el largo plazo y la contabilidad del crecimiento.

Para identificar el crecimiento potencial de la economía es conveniente utilizar el concepto de función de producción. Suponiendo que el producto se puede representar a partir de una función de producción tipo Cobb-Douglas (ecuación 1), su crecimiento se puede descomponer entre la variación de la productividad total de los factores (PTF) y la acumulación de factores, es decir, el crecimiento del stock de capital y del empleo (ecuación 2). Así mismo, se supone que la elasticidad del producto al capital (α) es 0.4³³

$$Y_t = A_t K_t^\alpha L_t^{1-\alpha} \quad (1)$$

$$\frac{\hat{Y}}{Y} = \frac{\hat{A}}{A} + \alpha \frac{\hat{K}}{K} + (1-\alpha) \frac{\hat{L}}{L} \quad (2)$$

La información disponible, construida por el Grupo de Estudios del Crecimiento Económico Colombiano (GRECO)³⁴ del Banco de la República y actualizada con la información del DANE, muestra que el crecimiento promedio del PIB para el período 1905-2005 fue 4,5%. Este promedio se puede descomponer en dos períodos. Entre 1905 y 1980, la economía creció a una tasa promedio anual de 5.0% mientras que en los últimos 25 años ésta se desaceleró a 3.1% (Gráfico 39). Dicha desaceleración no fue un fenómeno exclusivo de Colombia y se presentó a nivel mundial a lo largo de los últimos 25 años del siglo XX³⁵.

a) Inversión y capital

El crecimiento económico de los últimos tres años está asociado con una recuperación de la inversión. Para que en los próximos años se mantenga esta tasa de crecimiento, se requiere que la relación entre la inversión y el PIB se establezca alrededor de 19.6%, es decir 2.5 puntos porcentuales por encima del promedio histórico de los últimos 50 años.

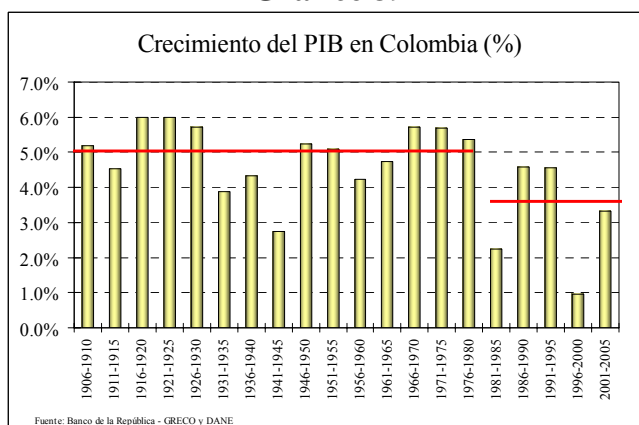
La acumulación de capital o crecimiento del stock de capital depende del comportamiento de la tasa de inversión. El Gráfico 40 muestra la relación de la inversión como porcentaje del PIB (o tasa de inversión) en los últimos 50 años. Para este período de tiempo la media fue 17,1%. Se destaca el auge de la inversión que se presentó en la primera mitad de la década de los noventa y la fuerte caída en 1999 como producto de la recesión. Así mismo, se observa que el crecimiento económico de los últimos tres años está asociado con una recuperación de la inversión.

³³ Este resultado es similar al que encuentra GRECO; “El crecimiento económico colombiano en el siglo XX: aspectos globales”. Borradores de Economía No. 134. Banco de la República

³⁴ Ver “El desempeño macroeconómico colombiano – series estadísticas (1905-1997) (segunda versión)” en Borradores de Economía No. 134 del Banco de la República.

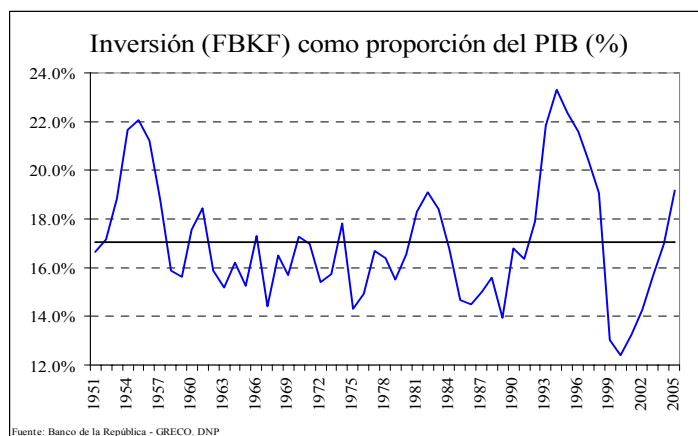
³⁵ Ver Armando Montenegro y Rafael Rivas (2005) “Las piezas del rompecabezas”, Editorial Taurus.

Gráfico 39



Esta dinámica de la inversión se refleja en la evolución del stock de capital que se muestra en el Cuadro 4. El crecimiento promedio para el período 1951-2005 fue 4.4%. Para que en los próximos años se mantenga esta tasa de crecimiento, se requiere que la relación entre la inversión y el PIB se establezca alrededor de 19.6%, es decir 2.5 puntos porcentuales por encima del promedio histórico de los últimos 50 años.

Gráfico 40



Cuadro 4

Crecimiento del Stock de Capital	
1951-1955	5.5%
1956-1960	4.2%
1961-1965	3.7%
1966-1970	4.3%
1971-1975	4.9%
1976-1980	5.0%
1981-1985	4.9%
1986-1990	3.2%
1991-1995	6.6%
1996-2000	3.8%
2001-2005	2.6%

Fuente: Banco de la República

b) Empleo

Para efecto de pronóstico, se supone que la economía tiene la capacidad de generar empleo a una tasa similar a la observada durante la primera mitad de la década de los noventa.

La información sobre el crecimiento del número de ocupados que se utilizó para este ejercicio proviene del DANE para 7 ciudades³⁶, entre 1989 y 2005. Al agregar la información en

³⁶ Bogotá, Medellín, Barranquilla, Cali, Bucaramanga, Manizales y Pasto.

quinquenios, se encuentra que el número de ocupados creció 3,6% en el período 1991-1995, 1,4% entre 1996 y 2000 y 3,1% entre 2001 y 2005. Para efecto de pronóstico, se supone que la economía tiene la capacidad de generar empleo a una tasa similar a la observada durante la primera mitad de la década de los noventa.

c) Productividad Total de los Factores

La metodología de la función de producción que se utiliza en este documento muestra que la PTF creció 0,4% por año entre 2001 y 2005. Para el cálculo del crecimiento sostenible no inflacionario o de largo plazo, se consideran dos escenarios: i) supone un crecimiento de 0,44% por año y, ii) contempla la posibilidad de una recuperación en el crecimiento de la productividad previo a la crisis de 1999, 0,85% por año.

La dinámica de la PTF o “residuo de Solow” es la variable más importante para explicar el proceso de crecimiento económico de un país. La desaceleración del crecimiento que se presentó a nivel mundial a finales del siglo XX estuvo acompañada por una caída en la tasa de crecimiento promedio de la productividad. Montenegro y Rivas (2005) señalan que la contribución de la PTF al crecimiento colombiano para el período 1975-1995 fue cercana a cero (-0,65% para todo el período). Un estudio alternativo de Bosworth y Collins con resultados menos desalentadores, muestra que el crecimiento promedio de la PTF para el período 1960-2000 fue 0,44% por año y para el período 1960-1995 (antes de la recesión de finales del siglo XX) fue 0,85%³⁷. La metodología de la función de producción que se utiliza en este documento muestra que la PTF creció 0,4% por año entre 2001 y 2005.

Para el cálculo del crecimiento sostenible no inflacionario o de largo plazo, se consideran dos escenarios posibles. El primero supone que el crecimiento de la PTF mantiene la tendencia observada entre 1960 y 2000 (crecimiento de 0,44% por año). El segundo escenario contempla la posibilidad de una recuperación en el crecimiento de la productividad previo a la crisis de 1999 (crecimiento de 0,85% por año).

d) Resultados

Para alcanzar tasas de crecimiento de 6,0% o más, sería necesario impulsar reformas estructurales que permitan aumentar la tasa de crecimiento de la productividad y de la acumulación de factores.

Con los supuestos de crecimiento mencionados anteriormente para el stock de capital, el empleo y la productividad se estima el crecimiento del PIB potencial o no inflacionario para Colombia en los próximos años. Se encuentra que la tasa de crecimiento del producto a mediano plazo varía entre 4,3% y 4,8%. Los resultados se presentan en el Cuadro 5.

³⁷ Los autores muestran que a pesar de lo desalentador de este resultado, Colombia presenta un crecimiento promedio de la productividad superior al promedio de América Latina (0,40%), entre 1960 y 2000. Sin embargo, este resultado dista mucho del promedio para los países asiáticos (1,22%) para el mismo periodo.

Cuadro 5

Tasa de crecimiento del producto, la productividad y de los factores				
Escenario	PIB	PTF	Capital	Trabajo
Medio	4.3	0.44	4.3	3.3
Alto	4.8	0.85	4.3	3.3

Fuente: Banco de la República

El resultado que se presenta en este ejercicio podría tener un sesgo “optimista” dado que incluye los siguientes supuestos:

1. La relación de inversión a PIB se mantendría permanentemente por encima de su promedio de los últimos 50 años. Esto implica que la tasa de ahorro del país aumenta, o que se presenta un flujo de ahorro externo neto necesario para financiar el mayor déficit en cuenta corriente.
2. La economía es capaz de generar empleo a una tasa similar a la observada en la primera mitad de la década de los noventa.

Para alcanzar tasas de crecimiento más altas (por ejemplo 6,0%) sería necesario impulsar reformas estructurales que permitan aumentar la tasa de crecimiento de la productividad y de la acumulación de factores. Probablemente ello requerirá reformas fiscales que garanticen la sostenibilidad de la deuda pública, una reforma tributaria estructural que elimine las distorsiones que genera la actual estructura tributaria, y otras medidas dirigidas a aumentar la flexibilidad y el grado de competencia en los mercados de bienes y factores. Estas políticas pueden mejorar los incentivos de los agentes económicos para invertir y para ser más productivos.

2. La brecha del producto en 2006

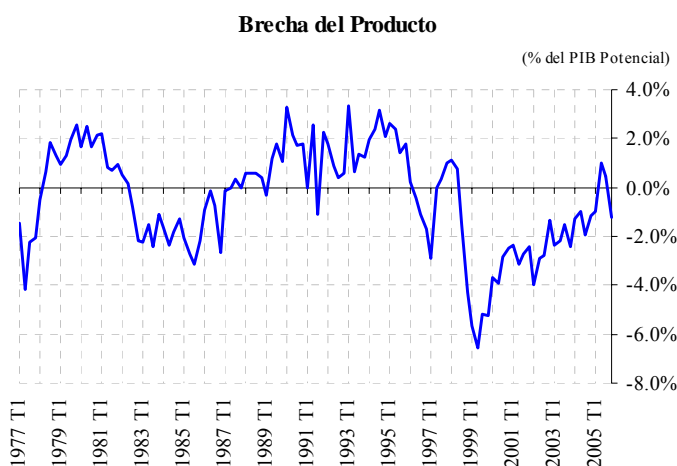
Teniendo en cuenta las diferentes mediciones de brecha del producto, se considera que ésta era cercana a cero a finales de 2005 y comienzos de 2006. Sobre esa base, se estima que a partir de 2007 el crecimiento de la economía sería similar a su crecimiento potencial, 4,0% por año.

Existen diferentes metodologías que permiten estimar la brecha del producto en un momento del tiempo. Estas metodologías abarcan desde la estimación de filtros estadísticos univariados y multivariados estructurales hasta la obtención de indicadores de utilización de capacidad productiva, pasando por la medición a través de una función de producción como la reseñada en la sección precedente y la combinación de diferentes mediciones (por ejemplo a través del método de componentes principales)³⁸.

³⁸ Para una revisión de varios de estos métodos ver Torres, J. L. y Velasco, A.; Borradores de Economía # 392, Banco de la República 2006 y Cobo A.; Borradores de Economía # 327, Banco de la República 2005.

Teniendo en cuenta varias de esas mediciones, incluyendo la de la función de producción, se estima que la brecha del producto era cercana a cero a finales de 2005 y comienzos de 2006 (Gráfico 41). La brecha tuvo valores positivos a mediados de la década de los noventa, coincidiendo con el fuerte dinamismo de la economía en esa época. Esto querría decir que la economía tendió a crecer en esos años por encima de su potencial. Con el debilitamiento del ciclo de expansión a partir de 1996 y luego con la recesión de 1999, la brecha se situó en un valor negativo, el mayor alcanzado en la historia de la serie (desde 1980). A partir de 2000 la brecha empezó a cerrarse muy lentamente dado el crecimiento relativamente bajo que siguió mostrando la economía a comienzos de la década actual. Sólo a partir de 2004, con el crecimiento cercano al 5%, se produjo un cierre significativo que de acuerdo con los diferentes métodos se habría completado a finales de 2005 y comienzos de 2006.

Gráfico 41



Así, dado que en el punto de partida para los pronósticos de crecimiento de largo plazo el valor de la brecha es de cero, dicho crecimiento en los próximos años fluctuaría alrededor de las cifras obtenidas con el método de función de producción. Con los resultados sobre el crecimiento potencial presentados en la sección anterior y con razones para creer que estos pueden tener un sesgo optimista, en los ejercicios que se presentan en el resto del capítulo, se supone un escenario más conservador de crecimiento de 4% del producto potencial. De esta manera, a partir de 2008 la economía podría crecer alrededor de 4%, valor que corresponde al obtenido utilizando los aumentos esperados del stock de capital y del empleo y la evolución histórica de la productividad total factorial (PTF).

B. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

El propósito de esta sección es presentar los pronósticos de desempeño de la economía colombiana para el período 2006 – 2011, que son consistentes con un supuesto conservador de crecimiento de 4,0% por año en el mediano plazo, un poco por debajo de lo expuesto en la primera parte de este capítulo. En ese sentido, se muestran los resultados de las proyecciones de la balanza de pagos, las cuales fueron elaboradas bajo un escenario que no supone choques externos (ni de términos de intercambio ni de flujos de capital). De otro lado se muestran las

estimaciones de déficit fiscal y sus necesidades de financiamiento, que son consistentes con el Plan financiero de 2007 presentado por el Confis³⁹. Finalmente, el ejercicio de consistencia macroeconómica, muestra qué espacio tendría el sector privado para invertir y cual sería su aporte al crecimiento de la economía, dadas las proyecciones externa y fiscal.

1. Proyecciones de la balanza de pagos 2006 - 2011

Un escenario base de proyección de la balanza de pagos, que no contempla choques externos importantes, aunque sí una desaceleración gradual de la demanda mundial y de los términos de intercambio, arroja una ampliación del déficit en cuenta corriente de 1,6% del PIB en 2006, a 2,2% en promedio entre 2007 y 2011.

La proyección de la balanza de pagos de Colombia para el período 2006 – 2011, se elabora a partir de unos supuestos básicos, los cuales se describen a continuación. En la segunda parte de esta sección, se presenta los resultados.

a) Supuestos del Escenario Base

Los principales supuestos del escenario base de la balanza de pagos entre 2006 y 2011 son los siguientes:

- Se asume que durante este período los términos de intercambio se mantienen estables en niveles similares a los actuales y sólo registrarían una caída acumulada de 3,2%. Este supuesto se basa en las proyecciones de los precios de los bienes básicos provenientes del World Economic Outlook del FMI (Cuadro 6)⁴⁰. En el caso del carbón, café y ferroníquel se supone una reducción promedio en el precio de 2,4%, 4,7% y 5,1% respectivamente entre 2006 y 2011. Para los otros productos los precios internacionales se mantienen o incluso aumentan, como en el caso del oro.
- Este supuesto refleja el continuo dinamismo de la demanda mundial, en particular por el efecto del crecimiento de China (7,5% por año) sobre la demanda de materias primas y productos básicos. En conjunto, sin embargo, la proyección supone que el crecimiento de nuestros socios comerciales se desacelera (de 4,5% a 2,7%) debido a la normalización del crecimiento en Estados Unidos (crecimiento de 3,3% promedio, consistente con el efecto de las mayores tasas de interés de la FED), y el menor crecimiento en algunos mercados regionales como Venezuela (3,0% en promedio durante el período).

³⁹ Es importante aclarar que existen algunas diferencias entre los supuestos que utiliza el Plan Financiero y los del ejercicio de consistencia macroeconómica de este documento, en la medida que este recoge actualizaciones de las diferentes variables. Sin embargo, para los resultados finales las diferencias no son importantes.

⁴⁰ Con información a agosto de 2006.

Cuadro 6
Principales Supuestos

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
INFLACIÓN							
Inflación Fin de	4,9	4,5	4,0	3,5	3,0	3,0	3,0
Inflación Externa	7,8	4,1	2,9	2,1	2,2	2,2	2,2
CRECIMIENTO REAL DEL PIB							
Colombia	5,2	5,2	4,5	4,0	4,0	4,0	4,0
Nuestros socios comerciales	5,0	4,5	3,3	2,9	2,7	2,7	2,7
TASAS DE INTERÉS EXTERNAS							
Prime	6,7	8,3	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4
Libor (6 meses)	3,8	5,4	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
PRECIOS INTERNACIONALES							
Café (Ex-Dock) (US\$ / libra)	1,20	1,16	1,04	0,94	0,92	0,89	0,90
Petróleo (US\$ / barril)	49,79	58,24	68,31	67,80	65,48	64,40	64,55
Carbón (US\$ / tonelada)	47,85	47,85	47,85	45,67	43,87	42,28	41,22
Ferroniquel (US\$ / libra)	2,44	3,14	2,64	2,15	1,82	1,65	1,65
Oro (US\$ / onza troy)	445,05	618,23	670,25	710,27	750,28	770,29	770,29

Fuente: Banco de la República y Fondo Monetario Internacional.

- El hecho de que los precios internacionales (especialmente petróleo) dejan de aumentar y que el crecimiento económico se reduce moderadamente, se refleja en una menor inflación externa que converge a un nivel de largo plazo de 2,2%. Para Colombia se supone que la inflación converge a la meta de largo plazo gradualmente, de tal manera que desde 2009 esta variable se sitúa en 3,0%.
- Las remesas internacionales (en dólares corrientes) crecerían a una tasa de 4,0% por año, consistente con el crecimiento esperado del PIB nominal en Estados Unidos y en España, los dos países en los cuáles se originan el 90% de las remesas que recibe el país. Otras transferencias corrientes asociadas con el Plan Colombia dejarían de operar desde 2009.
- En el caso del sector petrolero⁴¹, la inversión extranjera directa y los volúmenes de exportación de crudo y derivados suponen un escenario en el que ECOPETROL y la Agencia Nacional de Hidrocarburos continúan con proyectos exploratorios con una buena probabilidad de éxito, al tiempo que no habría descensos importantes en la producción de crudo en el mediano plazo. Así mismo, a partir de 2007 el país exportaría gas a Venezuela y Panamá, e importaría diesel, aunque en mínimas cantidades (menos de 15 mbd en promedio por año).
- Las proyecciones del financiamiento neto del sector público se fijan con base en las estimaciones de mediano y largo plazo suministradas por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Estas consideran, entre 2007 y 2011, entradas netas de capitales de alrededor de US\$811 millones en promedio por año⁴².

⁴¹ La información de inversión en exploración, volúmenes y diferenciales de precios internacionales para el petróleo, derivados y gas en el sector fue suministrada por ECOPETROL para un escenario intermedio que considera las reservas de crudo del portafolio en firme más las reservas contingentes.

⁴² La proyección de la balanza de pagos supone que el financiamiento externo neto del sector público será el 50% de las necesidades estimadas por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público a partir de 2008.

- Para 2006 se estima que, bajo la figura de IED, podrían llegar al país recursos por concepto de privatizaciones y venta de empresas, cercanos a los US\$ 1.325 m. Esta cifra tiene en cuenta entre otros, la venta de Telecom, Granbanco, Propal, Monómeros Colombo Venezolanos, OLA, Ommimex y la participación extranjera en la concesión del aeropuerto El Dorado y en la ampliación de la refinería de Cartagena. Entre 2007 y 2010, los ingresos por privatizaciones incluyen, entre otros, la entrada de recursos para la Refinería de Cartagena y la concesión del aeropuerto El Dorado.
- A partir del año 2008, no se proyectan flujos netos de capital del sector privado diferentes a inversión extranjera directa.

Cabe mencionar que la proyección de la balanza de pagos de 2006, considera un nivel de reservas internacionales inferior en US\$38 millones al de 2005. En los siguientes años la acumulación de reservas es igual al rendimiento estimado de las mismas.

En síntesis, la proyección de la cuenta corriente de la balanza de pagos no contempla una caída importante en los términos de intercambio, si bien éstos tampoco continuarían aumentando en la forma como lo han hecho en los tres últimos años. Esto, y la desaceleración gradual de la demanda mundial, implican que las condiciones externas dejarían de contribuir en forma importante al crecimiento económico, como sí lo hicieron entre 2003 y 2006.

Este hecho, y el supuesto implícito de normalización de la política monetaria en Colombia, consistente con una desinflación gradual hacia la meta de largo plazo, suponen que el crecimiento del PIB para los próximos años se situaría en torno al crecimiento potencial (dado que la brecha del producto estaría prácticamente cerrada en 2006, como se discutió en la Sección II-A). Aunque en una sección anterior se concluyó que el crecimiento potencial en Colombia podría estar entre 4,3% y 4,8%, para la proyección de la balanza de pagos entre 2008 y 2011 se utiliza un supuesto conservador de crecimiento de 4% por año.

Este supuesto no considera tampoco el efecto que podría tener la implementación del TLC sobre el crecimiento económico, los flujos comerciales y/o la IED. Algunos estudios (Martín y Ramírez, 2005) calculan un “efecto-nivel” del TLC sobre el PIB entre 1% y 2%. Sin embargo, esta estimación no tiene en cuenta el posible efecto positivo del TLC sobre el crecimiento potencial de la economía, en la medida en que puede inducir aumentos en la tasa de crecimiento de la productividad asociados con la mayor estabilidad en las reglas del juego, el desarrollo de nuevas actividades de exportación, la utilización de mejores tecnologías en los procesos productivos, la posible existencia de *spillovers* tecnológicos asociados con los aumentos en los flujos de IED, etc.

b) Resultados del Escenario Base

El Cuadro 7 presenta las proyecciones del Escenario Base de la Balanza de Pagos para el período 2006-2011. Para 2006 se proyecta un déficit en cuenta corriente de 1,6% del PIB y de 2,2% en promedio entre 2007 y 2011.

Cuadro 7
Escenario Base - Proyecciones de la Balanza de Pagos de Colombia
Millones de dólares

	2005 (pr)	2006 (proy)	Promedio 2007 - 2011 (proy)
CUENTA CORRIENTE	-1.978	-2.076	-3.494
Porcentaje del PIB	-1,6	-1,6	-2,2
A. Bienes y servicios no factoriales	-505	-1.333	-3.366
1. Bienes	1.595	549	-861
Exportaciones	21.729	24.897	32.406
Importaciones	20.134	24.348	33.267
2. Servicios no factoriales	-2.100	-1.882	-2.506
Exportaciones	2.666	2.963	3.212
Importaciones	4.767	4.845	5.718
B. Renta de los Factores	-5.562	-5.117	-5.000
C. Transferencias	4.089	4.374	4.872
 CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA	 3.384	 1.929	 4.186
A. Inversión extranjera neta (IED)	5.754	3.866	3.809
1. Extranjera en Colombia	10.378	5.081	4.010
2. Colombiana en el exterior	-4.623	-1.215	-201
B. Sector Público /1	-2.732	-1.153	763
C. Sector privado sin IED	362	-784	-386
 ERRORES Y OMISIONES	 322	 109	 0
 VARIACIÓN RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS 2/	 1.729	 -38	 692

pr: Preliminar; proy: Proyección.

1/ Incluye otros flujos financieros de largo plazo.

2/ La variación del stock de las reservas internacionales brutas es diferente de la de las reservas de la balanza de pagos, debido a que incluye el cambio en las mismas originado variaciones de tasas de interés externas y tasas de cambio del dólar frente a otras monedas.

Fuente: Banco de la República.

El aumento en el déficit en cuenta corriente en el mediano plazo, se explica por una ampliación del déficit comercial del país, dado que las exportaciones de bienes y servicios crecen US\$2,667 m por año en promedio, mientras que las importaciones aumentan US\$3,195 m.

El incremento en el déficit comercial y en cuenta corriente va acompañado de una devaluación nominal acumulada de 9,1% entre 2006 y 2011, equivalente a una devaluación real acumulada de 3,9% (Cuadro 8). De esta manera, en este escenario se presenta una ligera tendencia hacia una mayor depreciación real, con lo cual el ITCR registrará un nivel ligeramente superior al del año 2005 (118.5), pero se mantendría en niveles similares a los que se estiman para el 2006 (122.3).

Cuadro 8 Principales Resultados

	2005 (pr)	2006 (proy)	Promedio 2007 - 2011 (proy)
TASA DE CAMBIO REAL PROMEDIO (Indice 100 = 1994)	118,5	122,3	123,1
DEVALUACIÓN REAL ACUMULADA	-7,65	3,17	0,73
CRECIMIENTO EXPORTACIONES (%)			
Totales	26,6	14,9	8,1
No tradicionales	21,0	14,6	14,9
CRECIMIENTO IMPORTACIONES (%)	26,8	21,0	9,3

pr: Preliminar; proy: Proyección.
Fuente: Banco de la República.

La explicación de este resultado reside en la ausencia de choques negativos significativos sobre la cuenta corriente y en la evolución de las fuentes de financiamiento externas. Por un lado, si bien está previsto un descenso en las exportaciones de crudo éste sería compensado por aumentos en las exportaciones de refinados y de gas, y también por el crecimiento de las exportaciones de carbón (Cuadro 9). Sobre este particular, el Anexo 2 presenta un breve análisis sobre la situación actual y perspectivas del sector petrolero en el mediano plazo. De otro lado, los supuestos de IED y especialmente de financiamiento externo del sector público contribuyen al aumento del flujo de capitales, de niveles promedios de US\$1,866 m en los primeros cinco años de la década, a US\$2,340 m en promedio entre 2006 y 2011.

A pesar de que no habría una depreciación real entre 2007 y 2011, el crecimiento promedio de las exportaciones no tradicionales (en dólares), sería de 14,9% (para 2006 se espera un crecimiento de 14,6%)⁴³. De otro lado, las importaciones crecen en promedio 9,3% entre 2007 y 2011 (21,0% en 2006).

⁴³ Para la proyección de exportaciones no tradicionales se utilizan las elasticidades resultantes de un modelo de corrección de errores, que tiene en cuenta la demanda de nuestros socios comerciales y la tasa de cambio real tanto para el período t, como t-1, en ambas variables. Para más detalle, ver Hernández, Nicolás (2005). “Demanda de exportaciones no tradicionales en Colombia” en Borradores de Economía No 333, Banco de la República. De otra parte, la proyección de importaciones considera una elasticidad ingreso de 2.2 y elasticidad precio de 0.94. Para más detalle, ver Hernández Nicolás (2005). “Demanda de importaciones para el caso colombiano: 1980- 2004” en Borradores de Economía No 356, Banco de la República.

Cuadro 9
Balanza Comercial de Bienes
Millones de dólares

	2005 (pr)	2006 (proy)	Promedio 2007 -2011 (proy)
Balanza Comercial	1.387	402	-1.219
a. Exportaciones FOB	20.818	23.921	30.950
Café	1.471	1.453	1.168
Petróleo y derivados	5.559	6.577	7.045
Carbón	2.598	2.839	3.317
Ferróniquel	738	950	600
No tradicionales	10.452	12.102	18.820
Oro no monetario	517	725	888
Esmeraldas	72	72	72
Resto	9.863	11.305	17.860
b. Importaciones FOB	19.431	23.519	32.169
Bienes de consumo	3.530	4.480	6.012
Bienes intermedios	8.629	10.392	14.987
Bienes de capital	7.271	8.647	11.170

pr: Preliminar; proy: Proyección.

Fuente: Banco de la República.

Por último, el Cuadro 10 muestra la proyección de los indicadores de solvencia y liquidez externa para el período de análisis. En particular, se aprecia que estos se mantendrían por encima de los estándares internacionales, conservando valores superiores a uno en todo el período. Sin embargo, otra medida reconocida internacionalmente como es la de reservas expresadas en meses de importaciones, muestra un deterioro frente a los estándares internacionales registrando valores inferiores a 7. De igual forma, a pesar del aumento en el saldo de las reservas internacionales, su tamaño respecto al PIB en dólares se reduciría lo mismo que respecto al valor proyectado de depósitos en el sistema financiero (M3)

Cuadro 10
Indicadores de Reservas Internacionales de Colombia
Indicadores de las Reservas Internacionales de Colombia

	2002	2003	2004	2005	2006 (e)	2007-2011(e) Promedio
Saldo						
Reservas Internacionales Netas (millones de dólares)	10.841	10.916	13.536	14.947	15.073	17.017
Indicadores						
A. Indicador de amortizaciones de deuda externa						
Amortizaciones deuda externa (US\$ millones)	10.146	10.173	8.918	13.198	11.774	11.164
Reservas Netas / Amortizaciones deuda externa del año en curso	1,07	1,07	1,52	1,13	1,28	1,53
Reservas Netas / Amortizaciones deuda externa del siguiente año	1,07	1,22	1,03	1,27	1,56	1,45
B. Posición adecuada de liquidez externa						
RIN / (Servicio de la deuda año corriente)	0,86	0,87	1,19	0,93	1,04	1,20
RIN / (Servicio de deuda año siguiente)	0,86	0,96	0,84	1,03	1,20	1,15
RIN / (Amortizaciones de deuda año corriente + Def Cta Cte año corriente)	0,94	0,98	1,37	0,98	1,09	1,16
RIN / (Amortizaciones de deuda año siguiente + Def Cta Cte año siguiente)	0,97	1,11	0,89	1,08	1,20	1,17
C. Otros indicadores de reservas internacionales						
RIN como meses de importaciones de bienes	10,8	9,9	10,2	8,9	7,4	6,2
RIN/ ((M3 + TES) sector real privado) (Porcentaje) (*)	42,1	36,9	33,0	28,9	28,7	31,1
RIN / (M3 total)	41,9	36,5	33,3	30,3	27,7	24,9
RIN / PIB	13,4	13,7	13,9	12,2	11,5	10,8

* Considera M3 y TES del sector privado real.

(e) Estimado.

Fuente: Estimaciones del Banco de la República.

2. Proyecciones Fiscales

De acuerdo con el Plan Financiero 2006-2007 y con información suministrada por el Confis, utilizando los mismos supuestos que se emplearon en la elaboración de la balanza de pagos, se espera que las finanzas públicas registren una situación relativamente estable durante los próximos cuatro años. El déficit fiscal del sector público consolidado pasaría de 1,5% del PIB en 2006 a 1,6% del PIB en 2007 y posteriormente se estabilizaría alrededor de 2% del PIB hasta el año 2010 (Cuadro 11). A nivel sectorial, se estima que las finanzas del Gobierno nacional registren un desbalance cercano a 5% del PIB el cual deberá ser parcialmente compensado con un superávit en el resto del sector público no financiero. El superávit de este último sector descenderá de 3,3% del PIB en 2006 a 3,0% del PIB en 2007, hasta situarse en 2,5% del PIB en los siguientes tres años.

CUADRO 11
Programación Macroeconómica 2005 -2007

	2005	2006	2007 - 2011 Promedio
PRINCIPALES SUPUESTOS			
Inflación (Promedio)	5,0	4,7	3,4
Inflación (Fin de)	4,9	4,5	3,3
Crecimiento PIB Real	5,2	5,2	4,1
Crecimiento PIB Nominal	11,0	10,2	7,5
Crecimiento PIB Real Socios Comerciales	5,0	4,5	3,3
ITCR (Promedio) (1994 = 100)	118,5	122,3	123,1
Devaluación Real (Promedio)	-7,7	3,2	0,7
Crecimiento Exportaciones Totales	26,6	14,9	8,1
Crecimiento Exportaciones No Tradicionales	21,0	14,6	14,9
Crecimiento Importaciones	26,8	21,0	9,3
Precio del petróleo (dólares / barril)	49,8	58,2	66,1
Precio del carbón (dólares / tonelada)	47,8	47,8	44,2
Volumen exportado de crudo (MBD)	224	223	172
Volumen exportado de carbón (millones de ton)	54,7	59,3	75,5
Crecimiento de M3 Privado	18,6	18,4	8,5
Crecimiento Portafolio del Sector Privado	20,4	16,4	9,1
BALANZA DE PAGOS			
Balanza en Cuenta Corriente (US\$ m)	-1.978	-2.076	-3.494
Porcentaje del PIB	-1,6	-1,6	-2,2
Balanza de Bienes (US\$ m)	1.595	549	-861
Balanza de Servicios No Financieros (US\$ m)	-2.100	-1.882	-2.506
Renta de los Factores (US\$ m)	-5.562	-5.117	-5.000
Transferencias (US\$ m)	4.089	4.374	4.872
Balanza de Capital y Financiera (US\$ m)	3.384	1.929	4.186
Sector Público (US\$ m)	-2.684	-1.104	811
Sector Privado (US\$ m)	362	-784	-386
Inversión Directa Neta (US\$ m)	5.754	3.866	3.809
Aportes a organismos internacionales (US\$ m)	-48	-48	-48
Variación de las Reservas Brutas (US\$ m)	1.729	-38	692
Errores y omisiones (US\$ m)	322	109	0
CUENTAS FISCALES			
Déficit fiscal SPC (mm\$)	-24	-4.715	-7.504
Porcentaje del PIB	0,0%	-1,5%	-1,9%
Financiamiento interno neto (mm\$)	5.730	3.486	5.068
Financiamiento externo neto (mm\$)	-6.580	-1.832	2.114
Privatizaciones (mm\$)	1.034	3.161	354
CRECIMIENTO DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO	15,7%	22,8%	9,7%

Fuente: SGEE.

La situación fiscal del Gobierno Nacional Central, supone la aprobación de la reforma tributaria, presentada recientemente al Congreso de la República, y la modificación del régimen de transferencias territoriales a partir del año 2009. Con la aprobación de la reforma tributaria, el Gobierno espera que el recaudo proveniente de impuestos nacionales se mantenga en 15,8% del PIB en los próximos años. Así mismo, la modificación del Sistema general de Participaciones evitará una expansión del gasto del Gobierno (1,2% del PIB) y por consiguiente un deterioro de la situación fiscal al final de la década.

Las proyecciones fiscales aquí presentadas, suponen unas necesidades de financiamiento para el sector público, externo e interno, las cuales son incorporadas en un ejercicio de consistencia macroeconómica cuyos resultados se presentan a continuación.

3. Consistencia Macroeconómica 2006 - 2011

El balance macroeconómico para los próximos años muestra que el incremento promedio del déficit del sector público, (1,9% del PIB), a la par con la ampliación del desbalance en cuenta corriente, (2,2% del PIB) es consistente con la mayor dinámica de la inversión total, la cual estaría impulsada por la inversión privada.

A partir de los mismos supuestos y las proyecciones de la balanza de pagos (ahorro externo de la economía) y, utilizando las proyecciones de necesidades de financiamiento que requeriría el sector público para cubrir el déficit fiscal estimado, el ejercicio de consistencia macroeconómica evalúa cual podría ser la dinámica de crecimiento del sector privado, dado el financiamiento que le quedaría disponible.

Así, de acuerdo con los supuestos macroeconómicos, con las estimaciones de balanza de pagos y con la proyección fiscal, el resultado del ejercicio de la programación macroeconómica indica que el crédito del sistema financiero al sector privado sería de 22,8% en 2006, una aceleración importante frente al tasa observada en 2005, 15,7% (Cuadro 11). En términos reales, el incremento sería aún mas fuerte comparado con el año anterior, 17,1% frente 10,3%.

El mayor espacio de financiación interna del sector privado en el presente año, se explica por la política de financiamiento del Gobierno, no obstante el incremento proyectado del déficit del sector público. En particular, si bien el sector público consolidado no presentó déficit en 2005, éste adelantó una política de sustitución de deuda externa por interna que condujo al sector privado a acudir al ahorro externo para financiar sus inversiones en TES. En 2006 el financiamiento del déficit público ha estado más enfocado a otras fuentes de recursos como las privatizaciones y el ahorro externo, de manera que la generación interna de recursos puede ser destinada a financiar al sector privado.

Entre 2007 y 2011, la disponibilidad de crédito para el sector privado crecería a una tasa promedio de 9,7%, esto es 6,2% en términos reales. Este aumento es inferior a lo observado en 2005 y, a lo esperado en 2006, pero superior a la dinámica proyectada del PIB (7,5% nominal y 4,0% real).

Equilibrio Macroeconómico

Como se observa en la identidad macroeconómica (Cuadro 12), en 2006 la tasa de inversión total de la economía se mantendría como proporción del PIB, con relación a 2005 (alrededor de 20,0%). El poco efecto que sobre la tasa de inversión tendría el mayor déficit público proyectado (1,5% del PIB) se explica por la poca presión sobre el balance del sector privado, ya que este se financiaría en gran parte con el programa de privatizaciones.

Cuadro 12
Balance Macroeconómico
(% del PIB)

	Promedio		
	2005	2006	2007-2011
Préstamo Neto Total	-1,6	-1,6	-2,2
Balance en Cuenta Corriente	-1,6	-1,6	-2,2
Préstamo Neto Externo	-1,6	-1,6	-2,2
Préstamo Neto del SPC	0,0	-1,5	-1,9
Préstamo Interno Neto	-2,0	-1,1	-1,2
Préstamo Externo Neto	2,3	0,6	-0,6
Privatizaciones	-0,4	-1,0	-0,1
Préstamo Neto del Sistema Financiero	0,0	0,0	0,0
Préstamo Interno Neto	-1,6	-0,3	-0,4
Préstamo Externo Neto	1,6	0,3	0,4
Préstamo Neto del Sector Privado No Financiero	-1,6	-0,1	-0,3
Préstamo Interno Neto	3,9	2,4	1,7
Préstamo Externo Neto	-5,5	-2,5	-2,1
Ahorro - Inversión = Balance en Cuenta Corriente	-1,6	-1,6	-2,2
Ahorro Total	18,3	18,4	21,3
Inversión Total	20,0	20,0	23,5
Sector Público	0,0	-1,5	-1,9
Ahorro Público	7,1	5,6	5,6
Inversión Pública	7,1	7,1	7,5
Sector Privado	-1,6	-0,1	-0,3
Ahorro Privado	11,2	12,8	15,7
Inversión Privada	12,8	12,9	16,0

Fuente: Banco de la República, MHCP y DNP

El balance macroeconómico para los próximos años muestra que el incremento promedio del déficit del sector público, (1,9% del PIB), a la par con la ampliación del desbalance en cuenta corriente, (2,2% del PIB) es consistente con la mayor dinámica de la inversión total, la cual estaría impulsada por la inversión privada. En efecto, el déficit en la cuenta corriente, financiado principalmente con inversión extranjera directa, y recursos externos destinados al sector público, además de sostener el déficit público, permitirá un fortalecimiento de la inversión privada, hasta el 16,0% del PIB, 3.1 puntos porcentuales mas que 2006. Esto explica la mayor tasa de inversión total, que llegaría a 23,5% del PIB

C. FUENTES DE VULNERABILIDAD MACROECONÓMICA

Como otras economías pequeñas y abiertas, la economía colombiana es vulnerable frente a los cambios en el entorno externo, si bien dicha vulnerabilidad ha disminuido en los últimos años, como se ilustra en este documento. En este sentido, aunque las perspectivas económicas son favorables, es necesario considerar la posibilidad de choques adversos del sector externo y su posible efecto sobre la economía colombiana actual.

Para evaluar estos efectos, esta sección se dividió en tres partes: la primera examina el impacto de choques al sector externo de la economía colombiana y su efecto sobre el crecimiento, la tasa de cambio y la cuenta corriente; la segunda sección presenta ejercicios de sostenibilidad de la deuda pública ante cambios en variables sensibles para las cuentas fiscales, como la tasa de interés de la deuda, el PIB y la tasa de cambio. Finalmente, se presentan los resultados de algunos ejercicios de *estrés-test* sobre la estabilidad del sistema financiero, los cuales replican los acontecimientos de finales de los noventa, que condujeron a la crisis del sistema financiero.

1. Choques externos

Los ejercicios muestran que a pesar de la mejoría en los factores fundamentales de la economía colombiana, choques importantes en el frente externo afectarían significativamente el crecimiento y el empleo. La existencia de un nivel de reservas suficiente permitiría mitigar, al menos parcialmente, dichos efectos.

Como se indicó, la proyección del escenario base de la balanza de pagos es moderadamente optimista en tres sentidos: i) los términos de intercambio se mantienen en niveles altos y sólo disminuyen ligeramente a finales de la década; 2) el crecimiento de la demanda mundial se desacelera pero sin implicar una caída abrupta; 3) no hay ningún problema de financiamiento en los mercados externos.

La experiencia muestra que los anteriores supuestos pueden cambiar abruptamente como ocurrió en la segunda mitad de la década de los noventa. En ese entonces, el crecimiento de los términos de intercambio para Colombia pasó de 7,2% en promedio en 1997 a -6,3% en 1998, al tiempo que el crecimiento de nuestros socios comerciales pasó de 4,2% en 1997 a 2,7% en 1998 y a 1,2% en 1999. Además, tuvieron lugar salidas de capitales privados (sin IED) por cerca de US\$2,900 m en 1999 y US\$1,500 m en el año 2000.

Los escenarios alternativos de la balanza de pagos consideran la posibilidad de que tenga lugar alguno o varios de los anteriores choques. El objetivo de los ejercicios que se presentan a continuación es evaluar el efecto de estos choques hipotéticos sobre el crecimiento del PIB, la cuenta corriente y la tasa de cambio real. Para ello, se utiliza el Modelo de Proyecciones de la Balanza de Pagos y un Modelo de Equilibrio General, que utiliza la matriz de contabilidad social.

Dichos impactos son medidos en términos de una desviación estándar con respecto a los valores observados de estas variables, entre 1994 y 2005 (Cuadro 13).

Cuadro 13
Choques sobre algunas variables exógenas de la Balanza de Pagos

	1994 - 2005 Desv. Estand.
Café (Ex-Dock) (dólares / libra)	0,4
Petróleo (dólares / barril)	10,5
Carbón (dólares / tonelada)	5,6
Ferróníquel (dólares / libra)	0,5
Oro (dólares / onza troy)	58,4
Flujos de Capitales Privados sin IED (millones de dólares)	2.038
PIB - Demanda Mundial (%)	1,4

Fuente: Cálculos Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República.

Así por ejemplo, una desviación estándar en el precio del café, significa que éste podría ser menor (o mayor) en 40 cvs de dólar por libra. De otro lado, una caída de una desviación estándar en el crecimiento mundial implica que, frente al escenario base, esta variable pasaría de 3,1% en 2007 a 1,7%, es decir, una reducción de 1.4 puntos porcentuales (p.p.). Así mismo, una reducción de una desviación estándar en los flujos de capital implica una reducción de cerca de US\$2,000 m.

Efectos de los Choques⁴⁴

▪ Choque de términos de intercambio

Un choque de una desviación estándar en los términos de intercambio representa una caída simultánea de 34,5% en el precio internacional de café (frente a la cotización promedio proyectada en 2006), de 17,8% en el precio del petróleo y de 13,3% en el precio promedio ponderando del carbón, el ferróníquel y el oro (Cuadro 13).

Los efectos sobre la economía implicarían una desaceleración del crecimiento del PIB en 1,2 p.p. en el año del choque. Así mismo, una caída generalizada en el precio de los principales productos de exportación de Colombia reduciría el crecimiento del consumo de los hogares en 2.0%, y la inversión privada en 19.6% (debido a la caída en el ahorro agregado, si se supone que no hay flujos de capital adicionales que financien la caída en los ingresos por exportaciones).

Como consecuencia de los menores términos de intercambio se produciría una depreciación real de 5,4%. Si bien el choque tendría efectos negativos sobre el ingreso nacional, la depreciación real tendría efectos positivos sobre los productos exportados no tradicionales, favoreciendo el crecimiento de sectores industriales. De esta manera, las exportaciones no tradicionales aumentarían 5,2%, mientras que las importaciones caerían 7,8% en términos

⁴⁴ Los efectos de los choques se miden frente al escenario base y se presentan en puntos porcentuales.

reales como resultado tanto de la depreciación como de la desaceleración del crecimiento económico.

El choque en los términos de intercambio deterioraría negativamente el déficit del sector público en -1,5% del PIB, debido a la caída en los ingresos tributarios como consecuencia del menor crecimiento económico, y también por la caída en los ingresos petroleros. Dado lo anterior, y bajo el supuesto de que los flujos de capital no se modifican, el sector privado tendría que generar un excedente de ahorro en esa misma magnitud.

- Choque de demanda mundial

Un choque de una desviación estándar en la demanda externa representa una desaceleración en el crecimiento ponderado de nuestros principales socios comerciales de 1,4 p.p., con un efecto negativo sobre el crecimiento del PIB de 1,1% y produciendo una depreciación real de 1,8%. A pesar de la depreciación, el crecimiento de las exportaciones no tradicionales se reduciría en 3,3% como consecuencia de la menor demanda externa (Cuadro 14).

Los sectores que más se afectarían por un choque de esta naturaleza son los que producen bienes manufacturados, dado que sus exportaciones se reducirían en 3,7%. Sin embargo, también se observaría un menor crecimiento en la exportación de bienes agropecuarios (de -0,8%). En conjunto, las exportaciones totales se reducirían 2,1% y las importaciones caerían 3,1% como resultado de la depreciación real y del menor crecimiento. En este escenario se supone que los flujos de capital permanecen inalterados, por lo que el pequeño deterioro del balance fiscal (en 0,3% del PIB) debe ser compensado por un superávit privado.

- Choque de flujos de capitales

Una desviación estándar en el flujo de capitales privados sin IED hacia Colombia representa un menor ahorro externo por 1,8% del PIB. Este choque produciría una desaceleración en el crecimiento del orden de 2,5%, con una reducción del consumo de los hogares de 2,3% y de 26,5% en la inversión privada (Cuadro 14). En este escenario se supone que el banco central no compensa la caída en los flujos de capitales con desacumulación de reservas internacionales.

Cuadro 14
Efectos de los Choques

PIB por el lado del Gasto	Cambio con respecto a la base		
	Choque sobre		
	Términos de intercambio	Demanda externa	Flujos de capital
Consumo privado	-2.0	-1.2	-2.3
PIB	-1.2	-1.1	-2.5
Consumo público	0.0	0.0	0.0
Inversión total	-13.6	-3.2	-18.3
Inversión privada	-19.6	-4.7	-26.5
Existencias	0.0	0.0	0.0
Exportaciones	3.3	-2.1	1.8
Exportaciones no tradicionales	5.2	-3.3	2.5
Importaciones	-7.8	-3.1	-8.3
PIB sectorial			
Agropecuaria	0.9	-0.3	0.6
Minería	-0.2	-0.1	-0.4
Industria	0.5	-1.5	-1.9
Servicios	-1.7	-1.0	-2.7
Precios			
ITCR-PIB	8.0	2.1	3.7
ITCR-IPC	5.4	1.8	3.4
TCN	5.4	1.8	3.4
Cambios en Balances ahorro-inversión (% del PIB)			
Balance Público	-1.5	-0.3	-0.8
Balance Privado	1.5	0.3	2.6
Balance Total	0.0	0.0	1.8

El menor flujo de capitales produciría una depreciación real adicional de 3,4% que, pese al efecto positivo que tendría sobre las exportaciones de bienes no tradicionales (mayores en 2,5%), reduciría el crecimiento de casi todos los sectores productivos al implicar una contracción de la demanda agregada: el PIB de servicios disminuiría en 2,7% y el de la industria en 1,9%.

La menor disponibilidad de recursos externos en 1,8% del PIB, junto con la caída en los ingresos del Gobierno que amplían el déficit fiscal del sector público en 0,8% del PIB, implican un ajuste contraccionista del sector privado en 2,6% del PIB que explica la caída en la inversión privada.

Los anteriores ejercicios muestran que a pesar de la mejoría en los factores fundamentales de la economía colombiana, choques importantes en el frente externo afectarían significativamente el crecimiento y el empleo. Este hecho es aún más relevante si se tiene en cuenta que usualmente los choques externos implican una combinación de factores adversos sobre la economía. Así por ejemplo, una desaceleración de la demanda externa va acompañada de caída en los términos de intercambio e incluso de contracción en los flujos de capital hacia las economías emergentes (paradas súbitas).

2. Sostenibilidad Fiscal

La sostenibilidad fiscal es un asunto que concierne a la estabilidad y al crecimiento económico de largo plazo. Como se puso en evidencia en la primera parte de este documento, la brecha fiscal que registró Colombia en la última década, estuvo estrechamente relacionada no sólo con la dinámica de la economía, sino también con los diferentes eventos que determinaron el

ambiente macroeconómico. Por supuesto, también reflejó las decisiones de política de ingresos y gastos de las últimas administraciones.

En los medios especializados se suele decir que la posición fiscal de un país es sostenible si el Gobierno reconoce y cumple la Restricción Presupuestaria Inter-temporal (RPI). La RPI es un principio de naturaleza contable que describe los factores que inciden en la evolución de la deuda pública. Esa postulación también permite hacer pronósticos sobre la trayectoria futura de la deuda y derivar conclusiones básicas de política consistentes con una postura fiscal determinada. Un amplio número de estudios sobre sostenibilidad fiscal, aplicados tanto para los países de la OECD como para los países de ingreso medio y bajo, han hecho uso de este principio contable.⁴⁵ Sin embargo, en los últimos años han surgido otros enfoques que permiten abordar este tema. Entre otros, cabe mencionar (i) el enfoque de la *hoja de balance*, según el cual la sostenibilidad o solvencia de un Gobierno se valora como si fuera una empresa, de manera que un cambio positivo del patrimonio neto público es indicador de solvencia fiscal;⁴⁶ (ii) el enfoque valor de riesgo (*Value at Risk*) que provee la máxima tasa de interés que permite hacer sostenible la deuda y (iii) otros enfoques que usan técnicas estadísticas novedosas para trazar trayectorias de deuda asociadas a determinadas distribuciones de probabilidad, a partir de simulaciones estocásticas, (*Fan Chart Approach*).⁴⁷

El uso de la RPI –tanto de su versión básica como de otras extensiones más elaboradas– y de los otros enfoques alternativos –como el de la hoja de balance– para desarrollar análisis de sostenibilidad fiscal, no están exentos de críticas.⁴⁸ Sin embargo, son las herramientas más empleadas para sustentar la postura fiscal de los países y dar pautas sobre el futuro. En particular, el uso de la hoja de balance presenta más limitaciones, en la medida que se requiere valorar todos los activos (físicos y financieros) y pasivos (ciertos y contingentes) del sector público en valor presente y, además, sus resultados son muy sensibles a pequeños cambios en los supuestos de precios. En un contexto de alta variabilidad en los precios externos de los *commodities* e incertidumbre en los mercados financieros internacionales, ésta es una seria limitación.

Sobre el uso de la RPI, enfoque utilizado en el presente documento, es preciso señalar que en la práctica se requiere de pronósticos juiciosos sobre los flujos futuros de ingresos y gastos del Estado, a fin de determinar si se generarán ahorros en el futuro que permitan servir el saldo de la deuda que se tiene contratada en el presente. En términos más precisos, si el valor descontado de los ingresos netos futuros del Gobierno excede (o por lo menos iguala) al valor presente de la deuda corriente, se concluye que, en principio, la posición fiscal actual es sostenible, el servicio de la deuda no tendrá problemas y los inversionistas reciben buenas señales sobre el manejo de la hacienda pública. En este análisis, el concepto de ingresos netos se refiere a los ingresos menos los gastos sin intereses de la deuda, es decir, el balance primario.

⁴⁵ Burnside (2005), Croce (2003), IMF (2002 y 2003), Reinhart et. al (2002), etc

⁴⁶ Buitier & Boskin (1980's), Blanchard (1990), Easterly & Servén (2003)

⁴⁷ Tanzi (2006) Celasun, Debrun, and Ostry IMF-WP (2006)

⁴⁸ Una buena síntesis de esas críticas se puede encontrar en Tanzi (2006)

La RPI contiene varios determinantes de la evolución de la deuda pública que se pueden agrupar en tres⁴⁹. El primer determinante es el *balance primario*, que en rigor debe ser positivo (en valor presente) para que el coeficiente de deuda a producto no crezca. Pronósticos deficitarios en el balance primario aumentarán la deuda, dando claras señales de dificultades para honrarla y, por consiguiente, de una posición fiscal no sostenible.

El segundo determinante está constituido por el producto entre la tasa de interés real (ajustada por el crecimiento económico) y el saldo de la deuda del período previo. Este determinante que es conocido como el *factor ajuste dinámico de la deuda*, da cuenta de cómo el entorno macroeconómico y de crecimiento económico afecta las finanzas públicas. Es preciso anotar que el cociente entre la tasa de interés real de la deuda pública (r_t) y la tasa de crecimiento de la economía (g_t), es decir $(1+r_t)/(1+g_t)$, constituye el factor de descuento que se utiliza para expresar en valor presente el flujo futuro de ingresos y gastos públicos. De este segundo factor se concluye que cuanto menor sea el factor de descuento, bien sea por menores tasas de interés y/o mayor crecimiento de la economía, menor el impacto de la deuda pasada sobre su nivel actual.

Sobre la tasa de interés real que paga la deuda pública (r_t), es útil precisar que una fracción α de los créditos se contrata en el mercado doméstico y el resto $(1-\alpha)$ en los mercados financieros internacionales. Teniendo en consideración este hecho, en el Apéndice se muestra que dicha tasa tiene como determinantes la tasa de interés nominal interna (i^D), las tasas de interés nominales externas (i^*), la inflación doméstica (π) y la devaluación (e).

Por último, la RPI contiene otros determinantes agrupados en un *factor residual*, que se debe incluir para su cabal evaluación. Entre ellos i) el señoreaje, fuente potencial de ingresos (ahorro) del Gobierno que proviene del monopolio de la banca central por emitir dinero. Al igual que el superávit primario, el señoreaje puede eventualmente ayudar a servir la deuda, suavizando la condición de sostenibilidad; ii) las valorizaciones cambiarias de la deuda, debido a que la RPI relaciona saldos de deuda con flujos fiscales de ingresos y gastos y a que parte de esas operaciones se hacen en moneda extranjera; y (iii) otras operaciones que pueden afectar la deuda pero no el balance primario o viceversa, como la financiación del déficit a través de la liquidación de activos u operaciones de salvamento de la banca, cuando afrontan crisis severas.

El ejercicio de sostenibilidad fiscal que se desarrolla en este apartado, hace uso de la RPI tal como se describe en el Anexo 3. Al igual que se hizo en las otras secciones del trabajo, el horizonte de análisis es el mediano plazo: de 2006 a 2011. La herramienta utilizada (*Debt Pro*), fue desarrollada por Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional para el estudio de la sostenibilidad de la deuda en países pobres y altamente endeudados (HIPC's). Sin embargo, puesto que la deuda de los países emergentes (de ingreso medio) como la colombiana tiene características diferentes a la de los HIPC's, especialmente porque los créditos externos no tienen los mismos términos de concesión, hubo necesidad de adaptar dicha herramienta.⁵⁰

⁴⁹ En el Anexo 3 se presentan los detalles de esta postulación.

⁵⁰ La última Versión de esta herramienta fue presentada en el Taller Regional sobre Análisis de Sostenibilidad de Deuda, en la ciudad de México en Marzo de 2006. IMF and World Bank (2004).

En la segunda parte de esta sección se presenta un escenario básico de sostenibilidad fiscal, a partir de los pronósticos contemplados en el ejercicio de consistencia macroeconómica (sección II-B) y en las proyecciones de ingresos y gastos fiscales del Gobierno General Colombiano, información que está implícita en el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2006 (MFMP-2006). El MFMP es en el documento oficial del Gobierno que en principio orienta la política fiscal desde la aprobación de la Ley de Responsabilidad Fiscal en 2003. Es importante subrayar que en dicho Marco se contemplan dos reformas que afectarán las finanzas del Gobierno Central. Por una parte, se supone que los tributos nacionales se ajustan de manera que a partir de 2007 la carga tributaria se mantiene en 15,8% del PIB y, de otra, se calcula que a partir de 2009 las transferencias a los territorios conservarán la regla del 2 y 1/2 puntos reales, tal como se liquidan hoy en día. Este ejercicio constituirá un escenario de sostenibilidad con política fiscal activa, es decir, con reformas.

En la tercera parte se desarrolla un escenario alternativo de sostenibilidad fiscal, que no contempla ninguna reforma (ni a los tributos ni a los gastos de la administración central). Por consiguiente, este ejercicio constituye un ejercicio de sostenibilidad con política fiscal pasiva, es decir, sin reformas. Finalmente, puesto que la trayectoria futura de la deuda depende de los pronósticos macro-fiscales, que naturalmente se hacen bajo incertidumbre, en la cuarta sección se realizan ejercicios de vulnerabilidad de la posición fiscal prevista en cada escenario, ante cambios en ciertas variables relevantes. En particular, se examinan los resultados de sostenibilidad de la deuda ante choques del producto, de las tasas de interés, de la tasa de cambio y, de manera especial, ante choques del balance primario, que reflejan los cambios en la política fiscal. En la última parte se incluyen las conclusiones y recomendaciones.

a) Sostenibilidad de la Deuda Pública –Escenario con Reformas

Si bien los fundamentales macroeconómicos continuarán contribuyendo a la sostenibilidad de las finanzas públicas en el mediano plazo, el Gobierno General Colombiano no generará un balance primario suficiente para estabilizar el coeficiente de deuda, a menos que se tomen acciones de política más profundas que apunten en esa dirección.

- *Supuestos.*

Los supuestos sobre las proyecciones de mediano plazo de las principales variables macroeconómicas y fiscales que se utilizan en el escenario con reformas, se resumen en el Cuadro 15. Allí también se muestra el nivel promedio y la volatilidad que registraron dichas variables en los últimos doce años (1994-2005).

Cabe señalar que tanto la definición de deuda como de balance fiscal corresponden al Gobierno General, es decir, por el Gobierno Nacional Central, los Gobiernos subnacionales y las entidades de la seguridad social y descentralizadas. Se excluyen las empresas públicas tanto financieras como no financieras. La utilización de este nivel de Gobierno está en línea con las prácticas internacionales y con las sugerencias que trae el Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas del FMI (2001). En el Anexo 2 se exponen las razones adicionales que justifican la utilización de la información sobre el Gobierno General. Bajo este nivel de

cobertura, las proyecciones fiscales arrojan para el Gobierno General un balance primario prácticamente en equilibrio, para el promedio del período 2006-2011.⁵¹ La administración central registrará un déficit primario alrededor de 1,0% del PIB, mientras el sector descentralizado –sin empresas– generará un superávit equivalente a 1,1% del PIB. El balance primario proyectado para el Gobierno Central es ligeramente mejor al promedio registrado en los últimos cuatro años (de -1,2% del PIB entre 2002 y 2005), lo cual revela un leve mejor desempeño en las finanzas de la administración central.

Cuadro 15
SUPUESTOS SOBRE LAS PRINCIPALES VARIABLES
MACROECONÓMICAS Y FISCALES

VARIABLES	Promedio	Desviación	Proyecciones					Promedio	
	Histórico 1994 - 2005	Estándar 1994 - 2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Proyección 2006 - 2011
Tasa de Interés Nominal de la Deuda Pública	19,6	8,1	13,4	9,3	10,2	12,2	9,5	8,7	10,5
Tasa de Interés Real de la Deuda Pública	6,6	6,9	8,6	5,1	6,4	9,0	6,3	5,5	6,8
Crecimiento Real de los Ingresos -GG	4,3	12,6	9,3	3,6	4,7	2,1	3,8	3,9	4,6
De los cuales GNC	5,9	4,4	11,4	3,9	5,3	2,2	4,3	4,1	5,2
Crecimiento Real del Gasto Primarios -GG	5,9	13,7	9,1	5,5	5,4	2,6	4,2	4,1	5,1
De los cuales GNC	7,8	7,4	8,4	4,8	3,8	3,1	4,0	2,8	4,5
Balance Primario GG (% PIB)	0,0	1,9	0,9	0,4	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,2
Balance Primario GNC (% PIB)	-1,7	1,0	-0,9	-1,0	-0,8	-0,9	-0,9	-0,7	-0,9
Balance Primario Resto GG (% PIB)	1,7	1,3	1,7	1,4	1,0	1,0	0,8	0,6	1,1
Balance Total GG (% PIB)	-3,6	2,0	-3,0	-3,4	-3,4	-3,4	-3,5	-3,5	-3,4
Balance Total GNC (% PIB)	-5,0	1,7	-5,3	-5,3	-5,2	-5,4	-5,3	-5,1	-5,3
Balance Total Resto GG (% PIB)	1,4	1,0	2,3	1,9	1,9	1,9	1,8	1,6	1,9

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, y SGEE - Banco de la República

Dos reformas fiscales ayudan a obtener un mejor balance primario en las operaciones del Gobierno Central. De una parte, se modifican los impuestos nacionales de forma que se mantiene la carga tributaria en 15,8% del PIB a partir de 2007. De acuerdo con el proyecto de reforma tributaria inicialmente radicado en el Congreso en la presente legislatura, los cambios más importantes recaen en el IVA, Renta y en el impuesto a las transacciones financieras. En términos del recaudo, esta reforma fundamentalmente recupera los ingresos transitorios emanados de la reforma tributaria de 2003 y que se estiman en 0,8% del PIB (al finalizar el período de transición, se reduce en un punto el Gravamen a los Movimientos Financieros (GMF) y se eliminan el impuesto al patrimonio y la sobretasa a la renta). La segunda reforma tiene que ver con las transferencias a los territorios, de forma que a partir de 2009 se sigue la regla del 2 y 1/2 puntos reales, vigente hoy día. Si bien éstos fueron los supuestos del MFMP-2006, vale la pena precisar que en las discusiones del Congreso aún no concluidas, estas dos reformas han sufrido ajustes importantes que podrían implicar cambios en las proyecciones fiscales presentadas en el Cuadro 15.

Las predicciones de ingresos del Gobierno General, indican que en promedio crecerán a tasas reales ligeramente superiores a las registradas en el pasado (4,6% entre 2006 y 2011 vs. 4,3% entre 1994 y 2005). Por el lado de los gastos primarios, es decir sin contar el pago de intereses de la deuda, crecerán a tasas reales promedio de 5,1% mientras en el pasado registraron tasas

⁵¹ La medición de balance primario utilizada en este documento, resulta de la diferencia entre los ingresos totales menos los gastos primarios del gobierno general. Estos últimos a su vez se definen como los gastos totales (incluidos los Costos de Reestructuración Financiera CRF) menos el pago de intereses netos de la deuda pública. El pago de intereses netos se calcula como los giros por el servicio de la deuda menos los rendimientos financieros recibidos por el sector descentralizado, habida cuenta que de la deuda del gobierno general se descuentan los pasivos intra-públicos (e.d. los títulos de la Nación en poder del sector descentralizado). Finalmente, puesto que de la deuda no se descuentan los activos financieros de la administración central, hay necesidad de contabilizar los rendimientos financieros que estos le generan.

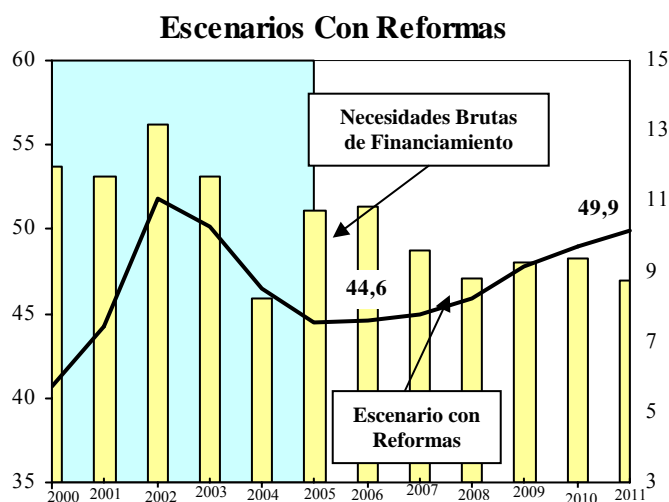
de 5,9%. Nótese que en ambos casos, se estiman crecimientos reales por encima del crecimiento del producto (de 4,1%). Para el caso del Gobierno nacional, tanto los ingresos como los gastos primarios crecerán a tasas promedio inferiores a las registradas en la última década.

- *La trayectoria futura de la deuda y los determinantes de su evolución reciente.*⁵²

El sendero del coeficiente de deuda pública a PIB que resulta de los pronósticos macroeconómicos y fiscales del Cuadro 15, se presenta en la Gráfica 42 (línea continua, escala izquierda). Luego de alcanzar su punto máximo de 51,8% del PIB en 2002, dicho coeficiente se ubica hoy en día en 44,4%. Esta caída se explica por el proceso de ajuste fiscal iniciado a comienzos de esta década, el mejoramiento de las condiciones internas y externas de la economía y su positivo desempeño. De cumplirse los pronósticos macroeconómicos y fiscales de mediano plazo, la tendencia decreciente del coeficiente de deuda se revertirá levemente a partir de 2007, hasta ascender a 49,9% en 2011.

En la Gráfica 42 también se muestran las *necesidades brutas de financiamiento* que requerirá el Gobierno General en los próximos cinco años (escala derecha). Estas se definen como la suma de los recursos que se requieren para saldar sus compromisos de deuda de corto, mediano y largo plazo y para financiar el déficit que se registre en cada vigencia. Nótese que dichas necesidades se reducirán de 10,9% a 8,7% del PIB entre 2006 y 2011. Las necesidades brutas de financiamiento podrían ser menores a las obtenidas en este ejercicio, en la medida que el Estado reciba ingresos por liquidación de activos para financiar gasto en el mediano plazo.

Gráfico 42
Traectorias de la Deuda del Gobierno General Colombiano
 (Porcentajes del PIB)

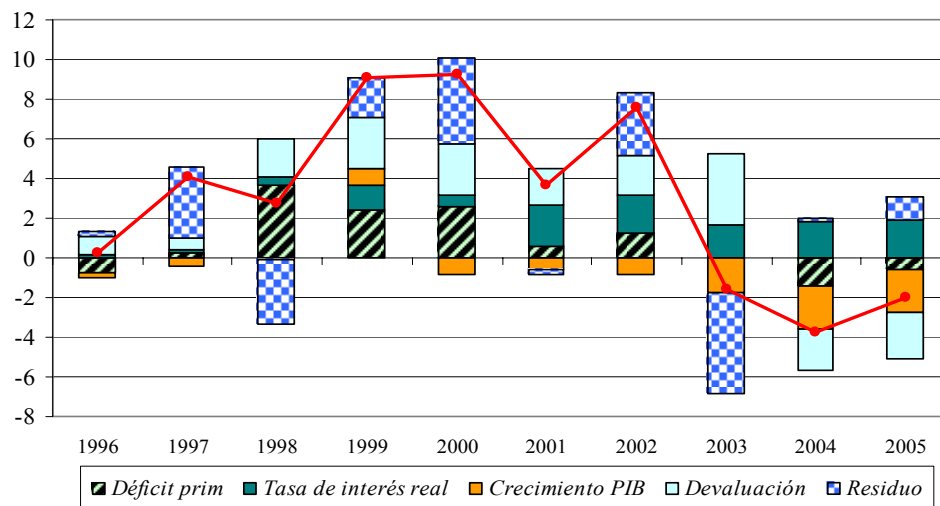


Fuente. Cálculos de los autores

⁵² El stock de deuda que se utiliza en este análisis (histórico y proyectado), corresponde a la emitida por el Gobierno General, descontados los pasivos contractuales entre las propias entidades del gobierno general. En el Anexo 4 se dan más detalles sobre este concepto de deuda, se cita evidencia internacional y se compara la deuda resultante con la usada en el último reporte del FMI (Octubre de 2006, Artículo IV).

Respecto a los cambios registrados en el coeficiente de deuda a PIB y sus determinantes, en la Gráfica 43 y el Cuadro 16 se contabilizan los tres factores que se derivan de la RPI: el déficit primario, el factor de ajuste dinámico de la deuda –identificando en dicho factor la contribución de la tasa de interés, el crecimiento económico y la devaluación– y el factor residual.⁵³ Los resultados indican que entre 1996 y 2005, la deuda del Gobierno General Colombiano aumentó en promedio 2,9 puntos del PIB por año. Su expansión se explica primordialmente por el factor de ajuste dinámico (1,5 puntos) y por el balance primario (0,5 puntos). Nótese que en promedio, el Gobierno General registró un déficit primario de 0,5% del PIB, lo cual contribuyó a expandir el coeficiente de deuda. El resto es explicado por el factor residual que, entre otras cosas, recoge las discrepancias metodológicas entre la medición del déficit y de la deuda que han sido importantes durante los Acuerdos con el FMI. Dentro del factor de ajuste dinámico, la tasa de interés real y la devaluación (1,2 puntos) explican en gran medida la expansión del coeficiente de deuda, las cuales fueron compensadas parcialmente por el crecimiento económico (en -0,8 puntos).

Gráfico 43
Cambios en la deuda y sus determinantes: 1996 -2005
(Porcentajes del PIB)



Fuente. Cálculos de los autores

Las proyecciones de mediano plazo indican que la deuda del Gobierno General aumentará de 44,9% a 49,9% del PIB entre 2007 y 2011, es decir, a razón de 1,1 puntos del producto por año (última columna del Cuadro 16). El aumento pronosticado, nuevamente, se explica por el factor de ajuste dinámico (1,2 puntos), en particular, por la tasa de interés real (2,8 puntos). El mejor desempeño de la economía contrarresta en mayor grado la expansión de la deuda (-1,7 puntos) y el balance primario sigue siendo totalmente insuficiente (0,1 puntos) para estabilizar el coeficiente de deuda. El comportamiento pronosticado de la tasa de cambio no afectará la evolución de la deuda.

⁵³ Ver ecuaciones 6 y 7 del Anexo 3

Cuadro 16
Determinantes de la Expansión Proyectada de la Deuda del Gobierno General
(Porcentaje del PIB)

	Promedio Observado 1996-2005	Proyecciones						Promedio Proyección 2007-2011
		2006	2007	2008	2009	2010	2011	
Deuda Pública	36,7	44,6	44,9	45,9	47,8	49,0	49,9	47,5
Cambio en la Deuda	2,9	0,1	0,3	1,0	1,9	1,2	0,9	1,1
1. Déficit Primario	0,5	-0,9	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,1	-0,1
2. Ajuste Dinámico de la Deuda	1,5	1,4	0,7	1,2	1,9	1,1	0,8	1,2
<i>A. Contribución de la Tasa de Interés Real</i>	1,2	2,6	3,2	3,0	2,6	2,9	2,6	2,8
<i>B. Contribución del Crecimiento Real del PIB</i>	-0,8	-2,0	-1,7	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8	-1,7
<i>C. Contribución de la Variación de la Tasa de Cambio</i>	1,2	0,7	-0,8	-0,1	1,1	0,0	0,0	0,0
3. Residuo	0,9	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: Cálculos de los autores

De lo anterior se desprende que tanto en la historia como en las proyecciones del coeficiente de deuda pública, fue y continuará siendo relevante el papel del entorno macroeconómico, expresado en tasas de interés, devaluación, inflación y crecimiento económico (es decir los determinantes del ajuste dinámico de la deuda). Como se puso en evidencia en la primera parte del trabajo, estas variables ayudaron a deteriorar la posición fiscal del país en los noventa y la política fiscal no se tradujo en un superávit primario suficiente para contrarrestar sus efectos. Por fortuna, el entorno macroeconómico cambió en lo corrido de esta década, favoreciendo claramente la posición fiscal. De las proyecciones se concluye que si bien los fundamentales macro continuarán contribuyendo a la sostenibilidad de las finanzas públicas en el mediano plazo, el Gobierno General no generará un balance primario requerido para estabilizar el coeficiente de deuda, a menos que se tomen acciones de política más profundas que apunten en esa dirección.

- *Ajuste fiscal requerido para estabilizar o reducir el coeficiente de deuda.*

Un criterio pragmático que permite defender una posición fiscal sostenible, es cuando los pronósticos macro-fiscales indican que el coeficiente de deuda a PIB no aumentará en los años venideros.⁵⁴ Puede ocurrir que dicho coeficiente permanezca constante a un nivel dado o, mejor aún, que se reduzca, de acuerdo con cierto objetivo de mediano y largo plazo fijado por las autoridades. El análisis de la RPI permite valorar estas opciones. En el apéndice se muestra que si el objetivo es mantener constante el coeficiente de deuda, $\Delta b_t = 0$, se requiere generar en cada año un superávit primario (sp^*) de la magnitud fijada en la ecuación 8 Anexo 3. Por el contrario, si se desea reducir dicho coeficiente, se requerirá un mayor superávit primario.

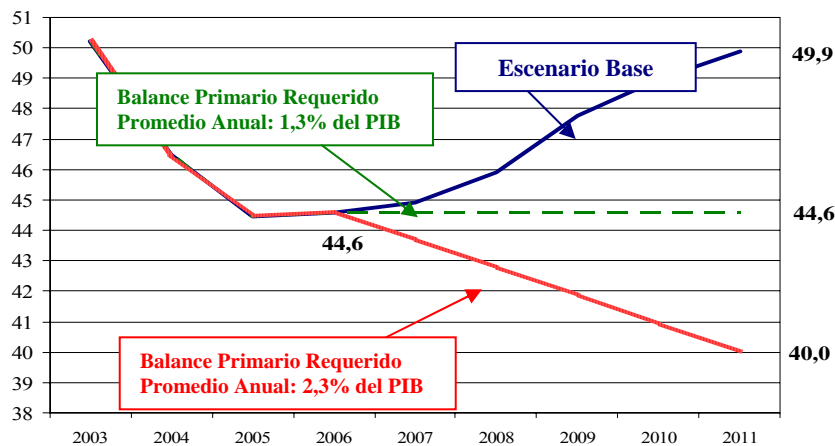
Teniendo en cuenta estas posibilidades, optamos por el ejercicio más básico. Este consiste en suponer que el objetivo de política fiscal es mantener constante el coeficiente de deuda en

⁵⁴ En la práctica el nivel (y sus pronósticos) del coeficiente de deuda a PIB es sólo un indicador a tener en cuenta en la evaluación de la sostenibilidad fiscal. También importan otros aspectos como la estructura de la deuda (monedas, plazos, tasas, etc), su gestión, su participación en los ingresos tributarios, la participación de su servicio en los ingresos tributarios, el grado de profundización financiera de la economía (p.e. M3/PIB), etc. Ver Borensztein, Yeyati y Panizza (2006) y Tanzi (2006).

44,6% del PIB entre 2007 y 2011, nivel que corresponde al estimado para fines de 2006. La aplicación de la RPI sugiere que el superávit primario que se requiere anualmente para cumplir esta meta asciende a 1,3% del PIB (Gráfica 44). Esto significa que pese a que las cifras utilizadas en el ejercicio ya incluyen las reformas en los tributos nacionales y en las transferencias, el resultado primario del Gobierno General será insuficiente para lograr este objetivo.

Si por el contrario, se juzga que es necesario disminuir dicho coeficiente a niveles del 40% del producto en el largo plazo, tal como lo sugieren algunos estudios para el caso Colombiano,⁵⁵ el esfuerzo de ajuste fiscal prácticamente es de 2,3% del PIB. En este sentido, la política se debe orientar a la generación de un superávit primario del Gobierno General de por lo menos 2 puntos del producto, para lograr esa reducción en el largo plazo (alcanzable hacia 2015).

Gráfico 44
Proyección del Coeficiente de Deuda:
Escenario Base Vs. Escenario de Estabilización y Reducción del Coeficiente de Deuda
 (Porcentajes del PIB)



Fuente: Cálculos de los autores

b) Sostenibilidad de la Deuda Pública –Escenario sin Reformas

Sin reformas, el ajuste fiscal requerido para mantener o reducir la deuda como porcentaje del producto es mayor. Esto indica que si las reformas mencionadas no se consolidan, el problema de sostenibilidad se acumula y año tras año va siendo más oneroso, especialmente después de 2009.

- *Cambio en los supuestos fiscales.*

⁵⁵ Por ejemplo ver Banco Mundial (2004) *COLOMBIA: Public Expenditure Review*, Marzo

En esta sección se desarrolla un ejercicio alternativo de sostenibilidad fiscal, en el que cambian los supuestos fiscales del escenario anterior, en tanto se mantienen inmodificados los supuestos macroeconómicos. El cambio en los supuestos fiscales implica que sólo se ven afectadas las operaciones de la administración central, en la medida que no se contemplan las reformas fiscales del MFMP-2006. Esto significa que se mantienen inmodificadas las proyecciones del balance primario del sector descentralizado –sin empresas–, el cual seguiría generando un superávit del orden de 1,1% del PIB, como en el caso anterior. El ejercicio resulta de interés por cuanto responde a la pregunta de qué le podría ocurrir a las finanzas públicas del país en el mediano plazo, en el evento de que no prosperen las reformas tributaria y a las transferencias territoriales, en los términos que las presentó el Gobierno al Congreso a comienzos de esta legislatura.

Los nuevos supuestos fiscales implican que una vez expiren las medidas transitorias de la reforma tributaria de 2003, los recaudos se reducen en 0,8% del PIB, a partir del año 2007 y el Gobierno no los recupera con medidas compensatorias. Por el lado de los gastos, una vez termine el período de transición de la ley de transferencias territoriales, inicia la regla que establece que el porcentaje de los ingresos corrientes de la nación destinados para el Sistema General de Participación, será como mínimo el porcentaje que constitucionalmente se transfiera en el año 2001. La aplicación de dicha regla incrementará los giros a las regiones a partir de 2009 en 1,2% del PIB.

Las proyecciones fiscales de mediano plazo bajo el escenario sin reformas se presentan en el Cuadro 17. Allí se muestra que el Gobierno General registraría en promedio un déficit primario de 0,4% del PIB, mientras en el escenario con reformas obtenía superávit en dicho balance. El deterioro de la situación fiscal del Gobierno General se debe exclusivamente al aumento en el déficit primario de la administración central, de 1% a 1,5% del PIB. El incremento del déficit es especialmente fuerte entre 2008 y 2009 (pasa de 1,2% a 2,2% del PIB), como consecuencia del aumento en el giro de transferencias, que se ocasionará al terminar el período de transición. Por supuesto que en este resultado también influye la caída de los recaudos tributarios, por la reducción de un punto en el gravamen a las transacciones financieras y la eliminación del impuesto al patrimonio y de la sobretasa a la renta.

Cuadro 17
PRINCIPALES VARIABLES FISCALES
ESCENARIO SIN REFORMAS

VARIABLES	Promedio Histórico 1994 - 2005	Desviación Estándar 1994 - 2005	Proyecciones					Promedio Proyección 2006 - 2011	
			2006	2007	2008	2009	2010		2011
Tasa de Interés Nominal de la Deuda Pública	19,6	8,1	15,7	11,3	12,2	14,5	12,1	11,4	12,9
Tasa de Interés Real de la Deuda Pública	6,6	6,9	10,7	7,0	8,4	11,1	8,8	8,2	9,0
Crecimiento Real de los Ingresos -GG	4,3	12,6	7,6	0,1	2,6	3,4	3,7	3,8	3,5
De los cuales GNC	5,9	4,4	8,6	-1,6	2,1	4,4	4,2	3,9	3,6
Crecimiento Real de los Gastos Primarios -GG	5,9	13,7	4,9	4,9	4,5	7,4	3,7	4,5	5,0
De los cuales GNC	7,8	7,4	2,4	3,9	2,4	10,6	3,3	3,3	4,3
Balance Primario GG (% PIB)	0,0	1,9	1,4	0,2	-0,3	-1,3	-1,2	-1,4	-0,4
Balance Primario GNC (% PIB)	-1,7	1,0	-0,3	-1,2	-1,2	-2,2	-2,1	-2,0	-1,5
Balance Primario Resto GG (% PIB)	1,7	1,3	1,7	1,4	1,0	1,0	0,8	0,6	1,1
Balance Total GG (% PIB)	-3,6	2,0	-3,3	-4,5	-4,8	-6,0	-6,5	-6,9	-5,3
Balance Total GNC (% PIB)	-5,0	1,7	-5,7	-6,3	-6,7	-8,0	-8,3	-8,5	-7,2
Balance Total Resto GG (% PIB)	1,4	1,0	2,3	1,9	1,9	1,9	1,8	1,6	1,9

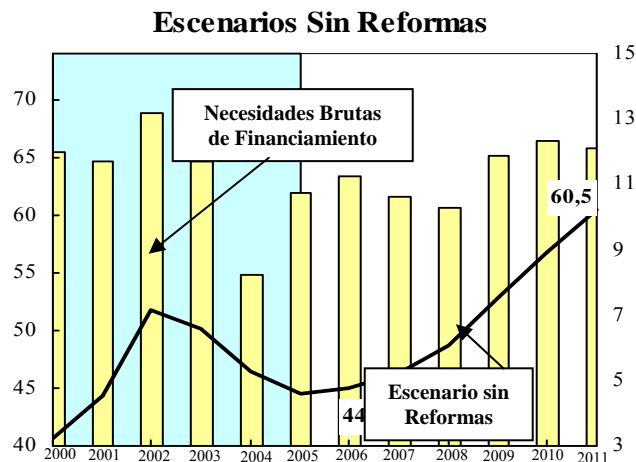
Fuente: SGEE – Banco de la República

- *La nueva trayectoria de la deuda y sus determinantes.*

La consecuencia natural del deterioro en el balance primario proyectado del Gobierno General, por causa de una política fiscal pasiva –es decir, sin reformas–, es el aumento en el coeficiente de deuda pública a PIB, tal como se muestra en el Gráfico 45 (línea continua, escala izquierda). No obstante, lo que sorprende en este caso es la magnitud del ascenso de dicho coeficiente en el mediano plazo, ya que aumentaría de 44,9% a 60,5% del PIB entre 2006 y 2011.

Bajo este escenario, la conclusión es preocupante. Si la economía evoluciona de acuerdo a los pronósticos macroeconómicos del Cuadro 15 y, además, en el frente fiscal el Gobierno no adelanta ajustes en la tributación que por lo menos compense los impuestos transitorios que van hasta 2007 y, a su vez, no impulsa una reforma a las transferencias territoriales para evitar el mayor gasto en 2009, el coeficiente de deuda pública aumentaría hasta alcanzar niveles de 61% del PIB en cinco años. El ascenso de la deuda es especialmente fuerte a partir de 2009, en gran medida por cuenta del aumento en las transferencias a las regiones. Las necesidades de financiamiento bruto que se requerirían para saldar los compromisos de deuda y financiar el déficit, ascenderían de niveles de 12% del PIB al final del período (barras, escala derecha).

Gráfico 45
Trayectorias de la Deuda del Gobierno General Colombiano
 (Porcentajes del PIB)



Fuente: Cálculos de los autores

Bajo este escenario alternativo de sostenibilidad sin reformas fiscales, la deuda aumentaría anualmente a razón de 3,1 puntos del producto, entre 2007 y 2011, incremento ligeramente superior al registrado entre 1996 y 2005 (Cuadro 18). Al valorar los determinantes de dicha expansión, se concluye que contribuye no sólo el deterioro en el balance primario, que en este caso no contrarresta sino agrava dicha tendencia en 0,8 puntos, sino también por el entorno macroeconómico, reflejado especialmente a través de la tasa de interés.

Las predicciones fiscales que surgen del escenario sin reformas, ponen de manifiesto la inminente necesidad de impulsar ajustes en las operaciones del Gobierno Nacional. Si se continúa con las normas hoy vigentes sobre la tributación y las transferencias territoriales de la nación, el balance primario proyectado será totalmente insuficiente para frenar la expansión de la deuda. De otra parte, en la medida que se pospongan las reformas, mayor es el esfuerzo que se debe hacer para estabilizar o reducir dicho coeficiente.

Cuadro 18
Determinantes de la Expansión de la Deuda Pública
(Porcentaje del PIB)

	Promedio Observado 1996-2005	Proyecciones						Promedio Proyección 2007-2011
		2006	2007	2008	2009	2010	2011	
Deuda Pública	36,7	44,9	46,3	48,7	53,0	56,8	60,5	53,0
Cambio en la Deuda	2,9	0,5	1,4	2,4	4,3	3,8	3,8	3,1
1. Déficit Primario	0,5	-1,4	-0,2	0,3	1,3	1,2	1,4	0,8
2. Ajuste Dinámico de la Deuda	1,5	2,3	1,6	2,1	3,1	2,6	2,4	2,3
A. Contribución de la Tasa de Interés Real	1,2	3,5	4,0	3,9	3,8	4,5	4,5	4,1
B. Contribución del Crecimiento Real del PIB	-0,8	-2,0	-1,7	-1,7	-1,8	-2,0	-2,1	-1,9
C. Contribución de la Variación de la Tasa de Cambio	1,2	0,7	-0,8	-0,1	1,1	0,0	0,0	0,0
3. Residuo	0,9	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: Cálculos de los autores

c) Ejercicios de Vulnerabilidad de la Posición Fiscal.

Un choque combinado y de tamaño moderado en la tasa de interés, producto y balance primario, arroja un coeficiente de deuda de 55% del PIB al final de 2011.

En esta sección se desarrollan cinco ejercicios de vulnerabilidad de la posición fiscal que se pronostica en las secciones 2 y 3, frente a cambios en las variables macroeconómicas más influyentes en las finanzas públicas. Los ejercicios consisten en generar cambios (choques) permanentes, independientes y exógenos en las tasas de interés real, el producto, la devaluación, en el balance primario y, finalmente, un choque combinado de estas variables. En las Gráficas 46 y 47 se presentan los resultados.

- *Choque en la Tasa de Interés Real.*

El choque en las tasas de interés real se puede originar por cambios en las tasas nominales de la deuda pública interna y/o externa, y/o por cambios en la inflación. El ejercicio consiste en aumentar el sendero proyectado de la tasa de interés real en media desviación estándar (calculada a partir de los datos históricos). Con este choque, la tasa de interés real del escenario con reformas, pasaría en promedio de 6,7% a 7,5% anual. Dado que el ejercicio es de naturaleza parcial, no se consideran los efectos de las nuevas tasas de interés sobre otras variables, diferentes a la deuda (por ejemplo sobre el producto). De acuerdo con la RPI, las mayores tasas de interés se traducen en menor valor presente del balance primario y, con ello, en menor capacidad del Gobierno para servir la deuda. Como se ilustra en el Panel A del Gráfico 46, con este choque el coeficiente de deuda aumenta de 50% a 52% del PIB en el 2011. Si se replica este ejercicio en el escenario alternativo sin reformas (Panel A, Gráfico 47), el coeficiente de deuda terminaría en 63% del PIB en 2011.

- *Choque en el Producto.*

En este caso, el ejercicio reduce la senda proyectada del producto, en media desviación estándar de su promedio histórico. Con este choque, el crecimiento real del PIB sería en promedio de 2,7% anual, inferior en 1.3 puntos porcentuales al supuesto en el escenario base. Este choque puede provenir de una caída en la actividad económica de los principales socios comerciales del país y/o por un deterioro en términos de intercambio de los principales productos primarios de exportación de la economía Colombiana en las siguientes cuantías: caída de 34% en el precio externo del café; caída de 18% en el precio del petróleo y caída de 13% en los precios del carbón, ferroniquel y oro.

El menor crecimiento económico tendría dos efectos negativos sobre el sendero de deuda. Por una parte, se deteriora el balance primario (vía menores recaudos tributarios) aumentando las necesidades de financiamiento y, por otra parte, afecta el término de ajuste dinámico, lo que finalmente se traduce en un mayor coeficiente de deuda a PIB (ver Anexo 3, ecuación 7). Como se muestra en el Panel B del Gráfico 46, con este choque el coeficiente de deuda aumentaría bajo en escenario básico a 59% en 2011. En el ejercicio alternativo, sin reformas fiscales, el aumento de la deuda conduciría a niveles ligeramente superiores a 70% del PIB en el 2011 (Panel B, Gráfico 47).

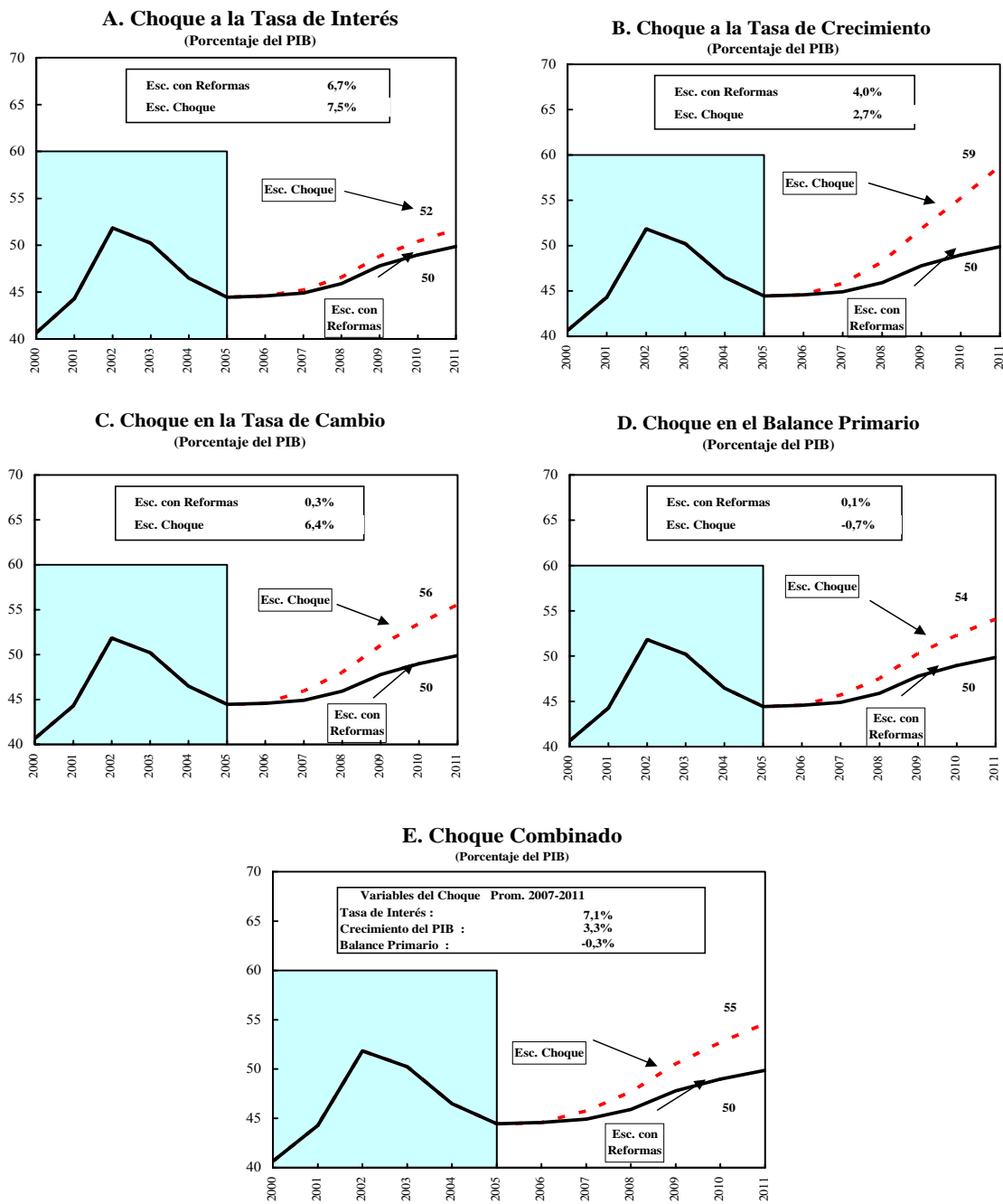
- *Choque en la Tasa de Cambio.*

Un choque en el tipo de cambio se ve reflejado fundamentalmente en el pago de intereses de la deuda pública contratada con el exterior. En este caso se aumenta el supuesto de tasa de cambio de los supuestos macroeconómicos, en media desviación estándar, lo cual arroja una devaluación promedio de 6,4% para el período proyectado, en lugar de 0,3%. El panel C de las Gráficas 46 y 47 muestra los resultados. En el escenario base con reformas, la deuda ascendería de 50% a 56% del PIB en 2011, en tanto en el escenario sin reformas terminaría en 66% del PIB.

- *Choque en el Balance Primario.*

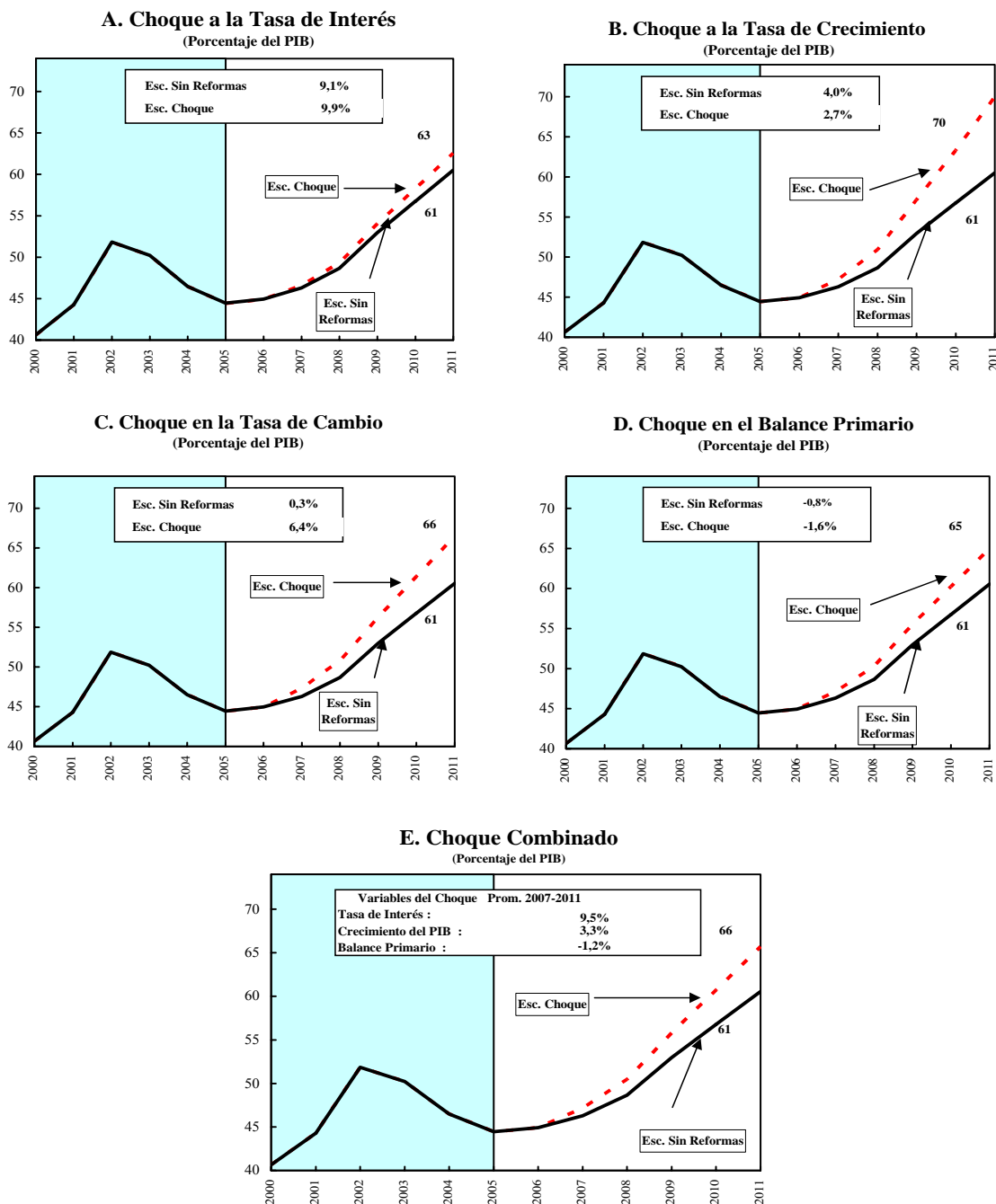
Este choque se puede originar bien por una disminución exógena en los ingresos públicos (p.e. en los recaudos tributarios) y/o por un incremento exógeno en los gastos primarios. En los dos escenarios de la posición fiscal –con y sin reformas fiscales–, el sendero del balance primario es chocado en menos media desviación estándar calculada a partir de los datos históricos. En el primer escenario, el balance primario proyectado empeora con este choque, ya que en promedio pasaría de una situación de equilibrio (0,1% del PIB) a un déficit de 0,7% del PIB. Su impacto aumentaría el coeficiente de deuda hasta 54% del PIB en 2011 (Panel D, Gráfico 46). En el segundo caso, el coeficiente de deuda terminaría en 65% del PIB a final del período (Panel D, Gráfico 47).

Gráfico 46
Trayectorias de la Deuda Pública -Escenario Base con Reformas
(Porcentajes del PIB)



Fuente: Cálculos de los autores

Gráfico 47
Vulnerabilidades de la Deuda Pública Escenario Alternativo sin Reformas
 (Porcentajes del PIB)



Fuente: Cálculos de los autores

- *Choque Combinado*

(Tasa de Interés Real, Producto y Balance Primario). En este ejercicio se combinan tres de los cuatro choques descritos anteriormente. Se excluye el choque de devaluación. El ejercicio consiste en chocar el sendero de tasas de interés reales, el producto y el balance primario, contemplados en los escenarios con y sin reformas, en un cuarto de desviación estándar de dichas variables, calculadas a partir de los datos históricos (1996-2005). La dirección de los choques se mantiene a los ejercicios previos, es decir, que se considera un menor crecimiento económico asociado con mayores tasas de interés y con deterioro en el balance primario. En el escenario con reformas, en promedio la nueva tasa de interés real será 7,1%, el crecimiento del producto 3,3% y el balance primario será de -0,3% del PIB. Como era de esperarse, estos choques afectan negativamente el sendero de la deuda, aunque sus efectos sobre la deuda son menores por ser los choques de menor cuantía. El coeficiente de deuda pasa de 45% a 55% del PIB entre 2006 y 2011 para el escenario con reformas (Panel E, Gráfica 46), mientras que en el segundo caso –escenario sin reformas–, el coeficiente de deuda aumentaría hasta 66% al final del período (Panel E, Gráfico 47).

Conclusiones sobre la sostenibilidad fiscal

- La posición fiscal de un país es sostenible si el Gobierno reconoce y cumple la Restricción Presupuestaria Inter-temporal (RPI). Bajo este principio, los factores que determinan la evolución de la deuda pública son el balance primario y un factor de ajuste dinámico conformado por las tasas de interés, la inflación, el tipo de cambio y el crecimiento económico.
- El balance primario del Gobierno General Colombiano –sin incluir las cuentas de las empresas públicas– se proyecta en equilibrio en el mediano plazo (2006 a 2011). Este resultado se obtiene utilizando los pronósticos contemplados en el ejercicio de consistencia macroeconómica desarrollado por el Banco de la República y en las proyecciones de ingresos y gastos fiscales del Gobierno General Colombiano, información que está implícita en el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2006 (MFMP-2006). El escenario básico incluye reformas fiscales que afectan las cuentas fiscales de la administración central, donde la carga tributaria de la nación se mantiene en 15,8% del PIB y las transferencias a los territorios siguen la regla del 2 y 1/2 puntos reales a partir de 2009.
- Bajo estos supuestos, la deuda pública pasaría de 44,6% a 49,9% del PIB de 2006 a 2011. Las necesidades brutas de financiamiento, que resultan de la suma de recursos para saldar compromisos de deuda de corto, mediano y largo plazo y, para financiar el déficit de la vigencia, se reducirán de 11% a 8,7% del PIB entre 2006 y 2011. Dichas necesidades de financiamiento podrían ser menores en la medida que el Estado reciba ingresos por liquidación de activos como una fuente complementaria para financiar sus gastos.
- Para estabilizar el coeficiente de deuda en 44,6% del PIB entre 2007-2011 se requiere un superávit primario anual de 1,3% del PIB. Esto significa que pese a que las cifras utilizadas en el escenario base ya incluyen las reformas en los tributos nacionales y en

las transferencias, el resultado primario del Gobierno General será insuficiente para lograr este objetivo.

- Si por el contrario, se juzga que es necesario disminuir el coeficiente de deuda a niveles del 40% del producto en el largo plazo, tal como lo sugieren algunos estudios para Colombia, el esfuerzo de ajuste fiscal debe ser mayor. En este sentido se debe orientar la política fiscal a la generación de un superávit primario del Gobierno General de por lo menos 2 puntos del producto, para lograr esa reducción en el largo plazo (alcanzable hacia 2015).
- Un ejercicio alternativo de sostenibilidad fiscal que no incluya las reformas en los tributos y en las transferencias territoriales, arroja una expansión del coeficiente de deuda a PIB a niveles de 61% en el 2011, es decir, cerca de 10 puntos porcentuales por encima del escenario básico con reformas. El escenario alternativo considera que una vez expiren las medidas transitorias de la reforma tributaria de 2003, los recaudos se reducen en 0,8% del PIB y el Gobierno no los recupera con medidas compensatorias y que al finalizar el período de transición del Sistema General de Participaciones, se aplicaría la regla que establece que el porcentaje de los ingresos corrientes de la nación destinados para el SGP, sería como mínimo el porcentaje que constitucionalmente se transfería en el año 2001. Este ejercicio resulta de interés por cuanto responde a la pregunta de qué le podría ocurrir a las finanzas públicas del país en el mediano plazo en el evento de que no prosperen las reformas en los términos que las presentó el Gobierno al Congreso a comienzos de esta legislatura.
- Finalmente y teniendo en cuenta que la trayectoria futura de la deuda depende de los pronósticos macro-fiscales, que naturalmente se hacen bajo incertidumbre, se realizaron varios ejercicios de vulnerabilidad de la deuda en los dos escenarios desarrollados. Los resultados muestran que:
 - Un aumento de 80 puntos básicos en la tasa de interés durante los cinco años de proyección, aumenta el coeficiente de deuda en 2 puntos porcentuales del PIB.
 - Una caída de 1,3 puntos en los pronósticos del crecimiento real del producto (pasaría en promedio de 4,0% a 2,7%), eleva el coeficiente de deuda en 9 puntos porcentuales del PIB.
 - Un incremento de 6% en los pronósticos de devaluación nominal, sube el coeficiente de deuda en 6 puntos porcentuales del PIB
 - Un deterioro del balance primario en 0,7% del producto, eleva el coeficiente de deuda en 4 puntos del producto.
 - Finalmente, un choque combinado y de menor cuantía (la mitad a los anteriores) en la tasa de interés, del producto y del balance primario, arroja un aumento del coeficiente de deuda de 5 puntos del PIB.

3. Indicadores de riesgo del sistema financiero

Como se señaló en la primera parte de este documento, el sistema financiero es hoy en día patrimonialmente más sólido de lo que era a finales de la década de los noventa, lo cual sumado a las normas de regulación prudencial existentes, permite prever que los establecimientos bancarios cuentan hoy con una mayor capacidad de asimilar choques de diferente naturaleza. No obstante, también quedó claro en ese capítulo, que el sector financiero ha casi duplicado su exposición al sector público, aumentando así su vulnerabilidad ante choques adversos de los mercados de capital internos y externos. De otro lado, el elevado crecimiento de la cartera de consumo (31,9% real durante 2005) representa un riesgo de crédito para los intermediarios con alta exposición a este tipo de cartera, mas aún, si se tiene en cuenta que este tipo de cartera no cuenta con suficientes garantías.

El propósito de esta sección es presentar los resultados de algunos ejercicios de estrés-test, que cuantifican el impacto de choques de diferente naturaleza sobre la estabilidad del sector⁵⁶. En particular, se evalúa el riesgo de crédito, el de liquidez y el de mercado en un escenario de choques similares a los que enfrentó la economía colombiana a finales de la década de los noventa.

a) Riesgo de Crédito

El ejercicio evalúa la solidez de los establecimientos de crédito en términos de la relación de solvencia, indicador que mide la capacidad de las instituciones para amortiguar pérdidas inesperadas. También se evalúa cual sería el desempeño de los mayores deudores de la cartera comercial privada ante un choque adverso a la economía.

Como se reseñó anteriormente, la expansión crediticia ha venido acompañada de una alta calidad de la cartera y de elevados niveles de provisiones. Lo anterior hace que el *riesgo de crédito*, que refleja la posibilidad de que los deudores incumplan su compromiso de repagar sus deudas a los intermediarios financieros no sea una fuente de inestabilidad para el sistema financiero en el corto plazo. Sin embargo, movimientos drásticos de las principales variables macroeconómicas pueden deteriorar los balances de los principales deudores causando así un incremento en la cartera morosa de los establecimientos de crédito. Por ejemplo, caídas en la actividad económica, aumentos en la tasa de interés o cambios pronunciados en los precios de los activos de la economía pueden causar un incremento en el incumplimiento de las responsabilidades crediticias por parte de los deudores del sistema financiero.

Se desarrollaron dos clases de ejercicios⁵⁷ que buscan medir el impacto que una situación macroeconómica adversa tendría sobre la solidez de las instituciones financieras. De un lado se examinó el comportamiento de una muestra de 18 bancos (que representan el 89% de los

⁵⁶ Los ejercicios aquí presentados fueron elaborados por el Departamento de Estabilidad Financiera de la Subgerencia Monetaria y de Reservas. Mayor detalle sobre el ejercicio se encuentra en el Reporte de Estabilidad Financiera de septiembre de 2006.

⁵⁷ Una explicación detallada de estos ejercicios se presenta en la edición de Diciembre de 2005 del *Reporte de Estabilidad Financiera*.

activos de los establecimientos de crédito) ante cambios tan importantes como los que se vivieron en la crisis económica de finales de la década pasada⁵⁸. El ejercicio evalúa la solidez de los establecimientos de crédito en términos de la relación de solvencia, indicador que mide la capacidad de las instituciones para amortiguar pérdidas inesperadas. Un segundo cálculo evalúa cual sería el desempeño de los mayores deudores de la cartera comercial privada ante un choque adverso como el planteado y por tanto, su efecto.

▪ Establecimientos de crédito

Los ejercicios realizados muestran que el sistema financiero está expuesto a un riesgo latente, de presentarse un fuerte deterioro de la situación macroeconómica del país similar al que se presentó a finales de la década pasada. Tal como se muestra en el Cuadro 19, una caída de la actividad económica y una fuerte subida de las tasas de interés, llevaría a que la relación de solvencia de 12 bancos se ubicara por debajo del 9%, nivel establecido como el mínimo regulatorio. Es importante anotar que al comparar los resultados de este ejercicio con los obtenidos en junio del presente año, se aprecia un deterioro en la relación de solvencia del sistema financiero. Esto significa, que con los aumentos de cartera las entidades están aumentando su riesgo de crédito, y no han efectuado aumentos similares en el patrimonio.

Cuadro 19
Ejercicio de Riesgo de Crédito.

Cuadro 11 Número de bancos cuya relación de solvencia caería por debajo del mínimo (12 meses)			
	Choque 1 ^{a/}	Choque 2 ^{b/}	Choque 3 ^{c/}
Comercial	0	4	4
Consumo	2	2	3
Hipotecaria	0	0	0
Total	2	9	12
Solvencia estresada jun-06 (%)	11,1	9,0	8,5
Solvencia estresada oct-05 (%)	11,8	9,8	8,9

a/ Tasas de interés (consumo y comercial) o precios de vivienda (hipotecaria).

b/ PIB (consumo e hipotecaria) o ventas (comercial).

c/ Combinación.

Fuente: Banco de la República.

▪ Sector corporativo

Para analizar el riesgo de crédito del Sector Corporativo privado, el Departamento de Estabilidad Financiera del banco, ha aplicado recientemente algunas metodologías. De un lado, para calcular la probabilidad de incumplimiento de las firmas con el sistema financiero, está utilizando un modelo probit⁵⁹, y de otro, para analizar la respuesta de la probabilidad de incumplimiento de las firmas ante choques macroeconómicos adversos aplica ejercicios de *estrés-test*.

⁵⁸ Las simulaciones para cartera de consumo e hipotecaria suponen una caída del 6.8% en la actividad económica como lo observado en el segundo trimestre de 1999, una subida en tasas de interés de 450 puntos básicos como la que se observó entre mayo y junio de 1998 y una caída del 8% en los precios de vivienda de equivalentes al promedio de las caídas durante 1996-2000. En el caso de la cartera comercial se supone una caída en las ventas del 9% como la registrada durante 1999.

⁵⁹ Una explicación detallada sobre las bases del ejercicio se encuentra en el informe de estabilidad Financiera de septiembre de 2006.

De acuerdo con los resultados del *modelo probit*, hay indicios de que en este momento el riesgo de crédito por el lado de las firmas no constituye una amenaza para la estabilidad del sistema financiero. Adicionalmente, al aplicar el ejercicio para los siete bancos más grandes (según el valor de sus activos en los últimos doce meses) la probabilidad estimada de incumplimiento de los deudores era de 2,5% en 2005 mientras en 1999 llegó a ser de 14.9% luego de haber estado en 6,1% 1995.

Por otra parte, el objetivo del ejercicio de estrés es analizar la respuesta de la probabilidad de incumplimiento de las firmas ante cambios no esperados de tasa de interés y de crecimiento real del PIB (en un horizonte de tres meses), teniendo en cuenta que la tasa real de crecimiento del PIB la afecta directamente de acuerdo con el modelo estimado, mientras que la tasa de interés lo hace a través de la rentabilidad del activo⁶⁰. Partiendo de estos cambios con la muestra de empresas a diciembre, la idea es suponer que los choques se presentaron durante el trimestre siguiente, lo cual permite analizar qué porcentaje adicional de la cartera se vencería a marzo de 2006. Los choques que se aplicaron fueron:

1. Un incremento de 500pb en la tasa de interés
2. Una caída de 50% en la tasa real de crecimiento del PIB

Los resultados se resumen en el Cuadro 20. Se muestra que incrementos en la tasa de interés no tienen impacto significativo sobre la probabilidad de incumplimiento de las empresas con el sistema financiero. Esta respuesta nula parece ser resultado de las utilidades que alcanzaron las empresas durante el año pasado, las cuales les garantizan un flujo de caja suficiente para responder satisfactoriamente a incrementos en sus gastos financieros.

Cuadro 20

Ejercicios de stress - empresas comunes dic05-mar06				
Prob. inicial (estimada para diciembre) = 1,80%				
Deuda en riesgo inicial (marzo) = \$134 (miles de millones)				
Porcentaje de la cartera comercial privada = 0,33%				
	Prob. final (porcentaje)	Deuda en riesgo marzo (miles de millones)	Porcentaje cartera de marzo de 2006	Porcentaje cartera que migraría de A-B a C
Choque 1	1,80	134	0,33	0,00
Choque 2	2,54	200	0,49	0,74

Fuente: Cálculos del Banco de la República.

En el caso de la tasa real de crecimiento del PIB los resultados son diferentes: si la tasa de crecimiento fuera la mitad de la que presentó la economía durante el año pasado, la probabilidad aumentaría de 1,80% a 2,54%, y en el caso de los choques simultáneos el resultado es el mismo dado el impacto nulo del cambio en la tasa de interés.

⁶⁰ El canal por medio del cual la rentabilidad del activo se ve afectada por incrementos en la tasa de interés, es un aumento en los gastos financieros que reduce las utilidades y, por tanto, el indicador de rentabilidad.

La conclusión general de este ejercicio radica en que el riesgo de crédito de los mayores deudores privados de la cartera comercial está controlado, debido a que las empresas están cumpliendo sus obligaciones con el sistema financiero. De acuerdo con los datos, un porcentaje muy pequeño de empresas le hizo *default* al sistema financiero durante 2005 y la probabilidad estimada va en la misma dirección. Para los bancos más grandes del país sus deudores pueden ser considerados de buena calidad en este momento, y los ejercicios de *stress* muestran que cambios en las tasas de interés no parecen afectar sus pagos con el sistema financiero; por el lado del crecimiento del PIB, aunque se presentan incrementos en la probabilidad, estos aún son muy bajos con respecto a la que se estimó para la época de la crisis.

b) Riesgo de Liquidez

El número de entidades del sistema financiero que enfrentaría dificultades de liquidez en caso de un retiro masivo de depósitos es, en la actualidad, mayor que al cerrar 2005.

La naturaleza de la actividad de intermediación financiera conlleva la transformación de pasivos de corto plazo (líquidos) en activos de largo plazo (ilíquidos). El riesgo de liquidez se encuentra asociado a la posibilidad de que una entidad financiera sea incapaz de cumplir con sus obligaciones, debido a la carencia de recursos líquidos. El instrumento para medir el riesgo de liquidez es la razón de pasivos no cubiertos (RPNC), la cual se calcula –tanto para el conjunto de los establecimientos como para cada uno de ellos individualmente– de acuerdo con la siguiente expresión:

$$RPNC = (PTr + PL) - [\lambda IN + (AL - IN)] / AT - AL$$

Donde *PL* corresponde a los pasivos líquidos, *PTr* al componente transitorio de los demás pasivos, *IN* a las inversiones negociables, *AL* a los activos líquidos y *AT* a los activos totales⁶¹. En esta expresión, los pasivos susceptibles de ser redimidos están conformados por la suma de *PL* y *PTr*. Por su parte el soporte con el que cuentan las entidades (entre corchetes) está dado por la suma de los activos líquidos distintos a las inversiones negociables (*AL - IN*) y las inversiones negociables multiplicadas por un descuento (λ). Este descuento significa que el valor que las *IN* tienen –en términos de riesgo de liquidez– es algo menor que su valor de mercado ($\lambda < 1$), debido al efecto de la liquidez de mercado mencionado anteriormente⁶².

La lectura de la RPNC se hace de acuerdo con el siguiente cuadro 21:

⁶¹ Nótese que se supone que la totalidad de los pasivos líquidos es susceptible de ser redimida en cualquier momento. El componente transitorio de las demás obligaciones se determina mediante la aplicación del filtro de Hodrick-Prescott a las series de los pasivos distintos a los pasivos líquidos. Ver Hodrick y Prescott, “Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation”, en *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 29, núm. 1, Ohio State University Press, 1997, pp. 1-16.

⁶² λ es calculado como $(1 - Haircut)$ donde *haircut* es el descuento que el Banco de la República impone sobre el valor de los portafolios de los establecimientos de crédito en sus operaciones repo. De esta forma, utilizando la información sobre *haircuts*, es posible calcular el valor del portafolio de inversiones negociables descontado para estas operaciones.

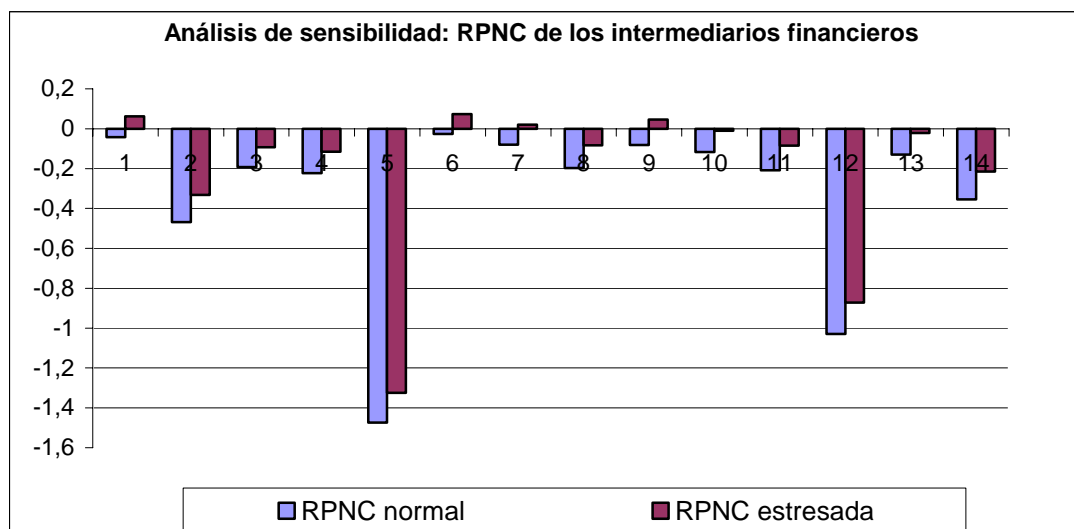
Cuadro 21

RPNC	Motivo	Riesgo de liquidez
Positiva	$Ptr + PL > AL$	Alto
Cero	$Ptr + PL = AL$	Medio
Negativa	$Ptr + PL < AL$	Bajo

Un escenario de choque llevado a cabo consiste en calcular el impacto que sobre la RPNC de cada una de las entidades del sistema bancario tendría un retiro súbito de 12% de los depósitos⁶³. De acuerdo con el Gráfico 48, ninguna entidad presentaba una RPNC positiva a finales del primer semestre de 2006, lo cual sugiere la baja incidencia del riesgo de liquidez. Bajo el escenario de choque, 4 entidades (representando cerca del 8% de los activos totales del sistema) exhibirían una RPNC positiva; en promedio, 5%. Estos resultados sugieren que aún en un escenario extremo el sistema financiero colombiano exhibe una alta resistencia en términos de las necesidades de liquidez.

En síntesis, es posible afirmar que el buen momento por el que atraviesan las actividades de intermediación financiera no ha implicado una reducción en la liquidez del conjunto de los establecimientos; no obstante, aquella porción del sistema financiero que enfrentaría dificultades de liquidez en caso de un retiro masivo de depósitos es, en la actualidad, mayor que al cerrar 2005; por este motivo, así como por la tendencia reciente de la RPNC, es necesario monitorear cuidadosamente la evolución de la posición de liquidez del sistema.

Gráfico 48



Fuente: Superintendencia Financiera, cálculos Banco de la República

⁶³ Este porcentaje corresponde al promedio de los más altos retiros observados durante la crisis financiera de fines de la década de los noventa.

c) Riesgo de Mercado

Los ejercicios de vulnerabilidad del sistema financiero muestran que las entidades de crédito están menos expuestas a este tipo de riesgo, de lo que se encontraban en diciembre de 2005, gracias a la recomposición la recomposición que hicieron de sus portafolios durante el segundo trimestre del año. Por el contrario las AFP aumentaron su riesgo de mercado, entre diciembre y agosto del presente año.

La creciente participación de las inversiones en el activo del sistema financiero ha generado un mayor interés en la medición y el manejo del Riesgo de Mercado (RM) asociado al portafolio de los agentes del sistema financiero.

Pasadas ediciones del *Reporte de Estabilidad Financiera* elaborado en el Banco de la República han hecho énfasis sobre la necesidad de seguir de cerca el incremento en la exposición al riesgo de mercado, dado el aumento en la tenencia de títulos de las entidades del sistema financiero. Una mayor exposición, aumenta la sensibilidad del portafolio a cambios en las tasas de interés de las inversiones, lo cual podría traducirse en importantes pérdidas de haber un cambio adverso sobre los precios de estos activos y no contar con los requerimientos de capital adecuados para enfrentar dicha situación.

De hecho, desde comienzos de marzo de 2006, el mercado secundario de títulos de deuda pública ha experimentado un período de precios a la baja⁶⁴, lo que indudablemente ha tenido efectos sobre el valor de mercado del portafolio de las entidades financieras. El efecto sobre los precios de estos activos se materializó en un período de estrés en el mercado, con agentes liquidando importantes cantidades de sus portafolios y enfrentando posibles pérdidas por valoración.

En esta sección se valora el portafolio del sistema financiero y se evalúa la sensibilidad del mismo ante cambios inesperados en las tasas de interés de los títulos.

a. Exposición del Sistema Financiero al Mercado de TES B

Como ya se mencionó, desde comienzos de marzo se observó una disminución en los precios de las inversiones en títulos de deuda pública. La caída en la exposición del sistema financiero a los títulos de deuda pública es liderada por la menor exposición de los establecimientos de crédito (Cuadro 22), los cuales pasaron de tener \$25,8 b de TES B al finalizar febrero a \$22,7 b al 29 de agosto de 2006, lo que representa una caída de 11,8%. Por su parte, el sector financiero no bancario ha continuado aumentando su exposición al riesgo de mercado, lo cual implica la tenencia de títulos de deuda pública, incrementando su saldo en 12,6%, al pasar de \$26,2 b a \$29,5 b entre febrero y agosto del presente año (Cuadro 23).

⁶⁴ Cabe anotar también que los títulos indexados a UVR y al IPC (i.e. Tasa Variable) se valoran de forma distinta a los pesos (i.e. Tasa Fija), y que dado el buen comportamiento de la inflación en los meses considerados en esta sección sus precios tuvieron una mayor estabilidad (algunos incluso aumentaron). Por tanto, cuando hablamos de un contexto de caída en los precios a referimos a los títulos Tasa Fija, los cuales representan poco más de 70% del portafolio de los agentes.

Cuadro 22

Saldos de TES B valorados a precios de mercado: establecimientos de crédito (millones de pesos)			
	En pesos	En tasa variable	En UVR
Saldos a 28 de febrero de 2006			
Bancos comerciales	18.184.198	925.063	4.851.008
Compañías de financiamiento comercial	64.998	0	23.784
Cooperativas grado Sup. Car. Fin.	10.730	0	0
Corporaciones financieras	1.548.694	18.256	136.031
Total entidades de crédito	19.808.621	943.319	5.010.823
Saldos a 29 de agosto de 2006			
Bancos comerciales	16.581.182	735.187	3.980.665
Compañías de financiamiento comercial	100.755	0	22.359
Cooperativas grado Sup. Car. Fin.	6.469	0	2.944
Corporaciones financieras	1.037.735	15.278	238.294
Total entidades de crédito	17.726.142	750.466	4.244.263

Fuente: Banco de la República.

Por tipo de intermediario, en el grupo de establecimientos de crédito, los bancos comerciales continúan concentrando los TES B con 93% del total. Por el lado del sector financiero no bancario, las Sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones conservan la mayor participación (70% del total). Por otro lado, tanto los establecimientos de crédito como el sector financiero no bancario siguen manteniendo la mayor parte del total de su portafolio en títulos de tasa fija (pesos), los cuales representan el 76% y el 64%, respectivamente.

Cuadro 23

Saldos de TES B valorados a precios de mercado: sistema financiero no bancario

(millones de pesos)

	En pesos	En tasa variable	En UVR
Saldos a 28 de febrero de 2006			
Comisionistas de bolsa	274.006	1.635	157.314
Compañías de seguro y capitalización	1.456.089	193.921	902.854
AFP	13.876.068	856.814	4.587.987
Sociedades fiduciarias	2.694.225	583.770	631.880
Total sector financiero no bancario	18.300.387	1.636.140	6.280.035
Saldos a 29 de agosto de 2006			
Comisionistas de bolsa	328.094	7.882	166.092
Compañías de seguro y capitalización	1.613.316	183.252	1.384.019
AFP	14.642.049	808.883	5.639.376
Sociedades fiduciarias	4.002.402	241.044	493.760
Total sector financiero no bancario	20.585.861	1.241.061	7.683.247

Fuente: Banco de la República

En el Cuadro 24 se muestra el cambio total en el valor del portafolio: el cambio que no se explica por aumentos o disminuciones en la tenencia de TES (*efecto cantidad*) es lo que se denomina *efecto precio*, el cual, al ser construido como un residuo, incluye el efecto de la recomposición hacia títulos que pueden haber tenido precios tanto al alza como a la baja en el período de análisis.

Al descomponer el cambio en estos dos componentes se tiene que el *efecto precio* explica no más de 7% de la variación total, en el caso de los establecimientos de crédito, mientras que su importancia se mantiene alrededor del 40% en las entidades no bancarias. El resultado de los establecimientos de crédito está jalonado por el comportamiento de los bancos comerciales, los cuales liquidaron una porción de sus tenencias de TES tasa fija, en busca de recomponer su portafolio hacia títulos con menor sensibilidad en sus precios. Por el lado del SFNB, cabe resaltar la importancia del *efecto precio* en los AFP, como resultado de su recomposición hacia TES denominados en UVR, los cuales presentaron un comportamiento favorable en sus precios luego de la crisis en los mercados de activos del segundo trimestre del año.

Cuadro 24
Variaciones en las tenencias de TES B (*)
(millones de pesos)

Subsector	Variación por cantidades	Variación por precios	Variación Total
Toal entidades de crédito	(2836.698)	(205.195)	(3.041.893)
Bancos comerciales	(2.546.526)	(116.708)	(2.663.234)
Compañías de financiamiento comercial	26.177	8.156	34.333
Cooperativas grado Sup. Car. Fina	(929)	(388)	(1.317)
Corporaciones financieras	(315.4199)	(96.255)	(411.674)
Total sector financiero no bancario	1.999.417	1.294.234	3.293.607
Comisionistas de bolsa	71.824	(2.711)	69.113
Compañías de seguro y capitalización	584.032	43.691	627.723
AFP	931.021	838.419	1.769.440
Sociedades fiduciarias	412.540	414.835	827.331

(*) Variaciones entre el 28 de febrero y el 29 de agosto de 2006.

Fuente: Banco de la República

- Sensibilidad a incrementos en la tasa de TES B

Para medir la exposición del sistema financiero a cambios en la tasa de interés, se estimó la pérdida por valoración que resultaría de un aumento hipotético de 200 pb en *todos los plazos de la curva cero cupón* de los TES tasa fija⁶⁵ y UVR⁶⁶. Se incluyeron únicamente las posiciones de estos títulos en el Libro de Tesorería^{67 68}.

⁶⁵ Este es el choque sugerido por el Comité de Superación Bancaria de Basilea para países diferentes a los del G-10.

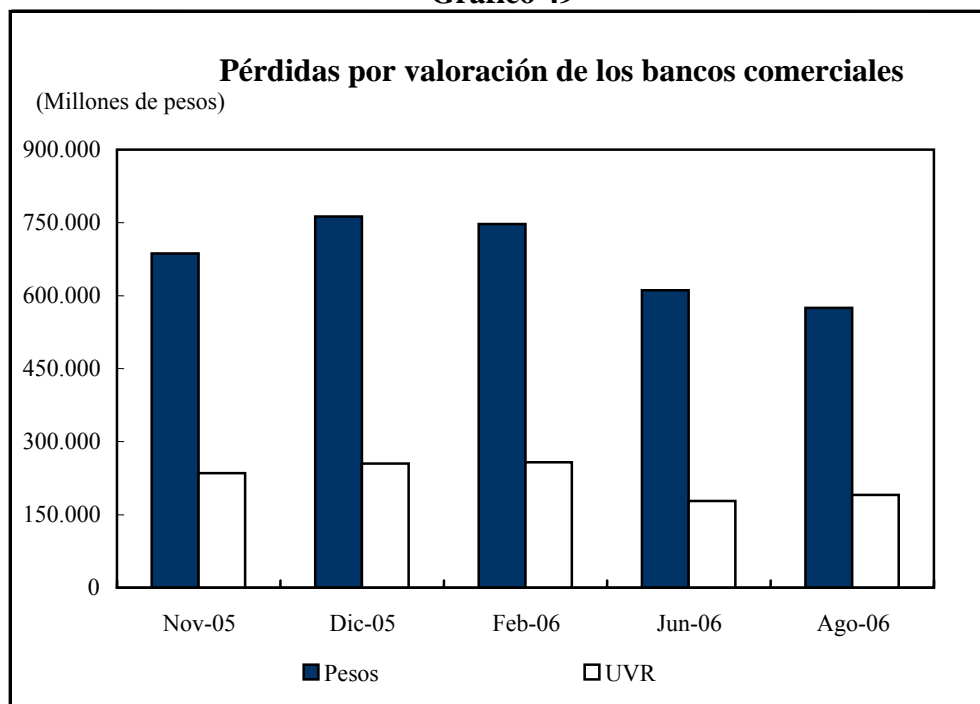
Para el portafolio al 29 de agosto de 2006 la pérdida estimada para las entidades de crédito asciende a \$807 mm, lo que equivale al 25,7% de las utilidades anualizadas a julio de 2006 (Cuadro 25). Como puede observarse en el Gráfico 49, las pérdidas como porcentaje de las utilidades se redujeron en junio y agosto frente a lo encontrado en febrero⁶⁹, a pesar de haberse presentado una reducción de las utilidades en este período de tiempo. Esto se explica por la importante liquidación de títulos en el segundo trimestre del año, lo que redujo su exposición al riesgo de mercado.

Cuadro 25

Pérdidas por valoración Ante un choque de 200 pb (millones de pesos)				
	En pesos	En UVR	Total	Pérdidas/utilidad anulizada (julio) (%)
Total entidades de crédito	599.453	207.784	807.236	25,71
Bancos comerciales	575.079	190.241	765.320	28,53
Compañías de financiamiento comercial	3.123	843	3.965	
Corporaciones financieras	21.251	16.700	37.951	
Sociedades admon fondos, pensiones y cesantías	827.743	452.617	1.280.360	

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 49



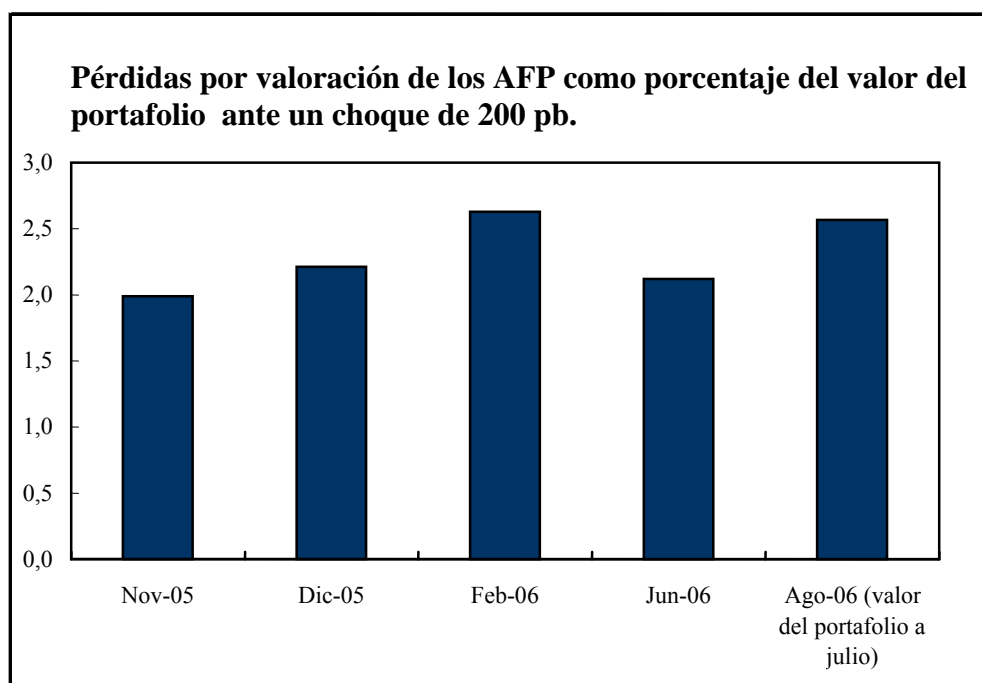
Fuente: Banco de la República.

⁶⁸ Para el cálculo del cambio en el valor del portafolio se siguió la metodología propuesta por *RiskMetrics*. Ver *Reporte de Estabilidad Financiera* de diciembre de 2005 para una explicación más detallada.

⁶⁹ Los ejercicios de junio y agosto corresponden al día 28 y 29, respectivamente. El ejercicio de febrero se llevó a cabo con el portafolio del día 28 de dicho mes.

Por su parte, las AFP arrojarían pérdidas de \$1,2 b, superiores en 21,6% frente a las pérdidas estimadas en la simulación hecha para diciembre de 2005 (\$1,05 b). Como porcentaje del valor del portafolio dichas pérdidas son superiores en 16% y 21% a lo estimado para diciembre y junio, pero inferiores en 2% a lo encontrado para febrero. Las menores pérdidas generadas se explican por la decisión de las AFP de recomponer su portafolio liquidando títulos de mayor madurez residual y duración, lo que disminuyó la sensibilidad de este portafolio ante cambios en las tasas de interés (Gráfico 50).

Gráfico 50



Fuente: Banco de la República.

En síntesis, los ejercicios sobre la estabilidad del sistema financiero ante choques adversos al desempeño económico, arrojaron las siguientes conclusiones:

- El sistema financiero está expuesto a un riesgo latente, en términos del indicador de solvencia el cual muestra un deterioro en los últimos dos meses, asociado al crecimiento de la cartera del sistema financiero;
- Si bien es posible afirmar que el buen momento por el que atraviesan las actividades de intermediación financiera no ha implicado una reducción en la liquidez del conjunto de los establecimientos; el aumento en el porcentaje de entidades financieras que enfrentaría dificultades de liquidez en caso de un retiro masivo de depósitos respecto de lo encontrado con cifras a diciembre de 2005 es, en la actualidad, mayor que al cierre de 2005, lo cual hace que sea necesario monitorear cuidadosamente la evolución de la posición de liquidez del sistema;

- En términos del riesgo de mercado los ejercicios de vulnerabilidad del sistema financiero muestran que las entidades de crédito están menos expuestas a este tipo de riesgo, de lo que se encontraban en diciembre de 2005. Esto por efecto de la recomposición que hicieron de sus portafolios durante el segundo trimestre del año. por el contrario, las AFP incrementaron su riesgo de mercado entre diciembre de 2005 y agosto de 2006, pero en razón a que también han estado trabajando en la recomposición de sus portafolio este riesgo es menor al que presentaban en febrero del presente año.

III. CONCLUSIONES FINALES

El análisis de la situación macroeconómica actual del país muestra que la economía colombiana presenta mejores condiciones si se compara con lo que se vivió en la década de los noventa. Sin desconocer tales fortalezas, subsisten riesgos sobre los cuales es importante concentrar la atención, los cuales se encuentran focalizados en los siguientes aspectos: (i) sostenibilidad del crecimiento económico; (ii) situación fiscal y deuda pública; (iii) sector financiero y precios de los activos; (iv) política monetaria.

Sostenibilidad del crecimiento económico

La situación macroeconómica actual del país es menos vulnerable que la que se vivió en los noventa. Los ejercicios de crecimiento potencial sugieren que para los próximos años la economía podría tener un crecimiento sostenible entre 4% y 4,5% por año, consistente con la estabilidad de precios. Este crecimiento es alcanzable con un escenario internacional en el cual los términos de intercambio disminuyen ligeramente, el crecimiento de la demanda mundial se desacelera gradualmente, y no se presentan paradas súbitas de los flujos externos de capital.

La cuenta corriente presenta niveles sostenibles y financiados que no revelan mayores problemas en el corto plazo. Sin embargo, como otras economías pequeñas y abiertas, la economía colombiana es vulnerable frente a los cambios en el entorno externo que podrían afectar significativamente el crecimiento y el empleo. Con el fin de reducir los costos de eventuales choques externos es necesario continuar con la corrección de los desbalances macroeconómicos que todavía existen en la economía colombiana, en particular, en el frente fiscal. También se requiere mantener un nivel de reservas internacionales suficiente para cubrir las necesidades de liquidez externa y de esta manera suavizar el ajuste de la economía en caso de caídas en los ingresos por exportaciones o en los flujos de capital.

Las reservas internacionales del país han alcanzado un nivel históricamente alto y las proyecciones de los indicadores de liquidez y vulnerabilidad externa, muestran que en los próximos años su nivel permitiría enfrentar con suficiente holgura choques externos adversos, como el que vivieron las economías emergentes en los meses de abril y mayo de 2006. Finalmente, pero no menos importante, el régimen de tasa de cambio flexible con el que opera la economía colombiana en la actualidad, permite un mejor manejo cambiario, monetario y macroeconómico tanto en períodos de normalidad como de crisis.

Para lograr tasas de crecimiento de 5% o más, necesarias para reducir gradualmente la pobreza, además de avanzar en la corrección del desbalance fiscal y del tamaño de la deuda pública, se requiere aumentar el crecimiento de la productividad total de los factores y mejorar la competitividad del país, lo cual demanda acciones a nivel sectorial. Ello permitiría sacar más provecho de las oportunidades que podría brindar el TLC con los Estados Unidos, así como los eventuales tratados que se firmen en el futuro. Una economía más abierta y una actividad inversora activa por parte de los agentes privados posibilitan que la productividad total de los factores pueda crecer dinámicamente.

Situación fiscal y deuda pública

La situación fiscal ha mejorado con el logro de superávit primarios. Sin embargo, el gran desequilibrio en las finanzas del Gobierno Nacional Central y el nivel actual de la deuda pública y su servicio continúan siendo elementos de preocupación para la estabilidad fiscal y macroeconómica del país.

En efecto, aún bajo un escenario en el que las reformas de 2006 en el campo tributario y de transferencias establezcan los ingresos e impidan la explosión de los montos transferidos a las regiones, todavía se requeriría un superávit primario anual de 1,3% del PIB por año para estabilizar el coeficiente de deuda en 44,6% del PIB entre 2007-2011. Si adicionalmente, se quisiera disminuir el coeficiente de deuda a niveles del 40% del producto en el largo plazo, tal como lo sugieren algunos estudios para Colombia, el esfuerzo de ajuste fiscal debería ser mayor, hasta alcanzar un superávit primario de 2.3% del PIB.

En estas circunstancias, el objetivo de la política fiscal debe entonces orientarse a solucionar el desbalance estructural que enfrenta el Gobierno, el cual necesitará de mayores esfuerzos en ingresos y gastos y de reformas institucionales que flexibilicen el gasto y eliminen su duplicación con el de las regiones. Si el Gobierno no resuelve su desbalance, sus necesidades de financiamiento seguirán generando complicaciones al manejo macroeconómico y vulnerabilidades en otros sectores, especialmente en el financiero, por su alta tenencia de bonos de deuda pública. Evidencia de ello, son los acontecimientos entre abril y mayo de 2006, en que los precios de los bonos públicos cayeron por efecto de la turbulencia en los mercados financieros internacionales la cual también generó desequilibrios en el resto de los mercados internos.

Sector financiero y precios de activos

En la actualidad el mejor cubrimiento de la cartera, los buenos niveles de rentabilidad y de solidez patrimonial de los intermediarios financieros hacen más fuerte al sistema financiero en comparación con los noventa. Sin embargo, ejercicios de *estrés-test* realizados para evaluar la solidez de los establecimientos de crédito en términos de los indicadores de solvencia, liquidez y riesgo de mercado, mostraron que, ante un choque similar al que se presentó a finales de la década pasada, desde finales de 2005 el sistema financiero ha aumentado su exposición al riesgo. En particular, ha habido un aumento del riesgo de crédito principalmente asociado con las altas tasas de crecimiento de la cartera de consumo observadas en los últimos tres años. De igual forma, se evidencia un riesgo de liquidez del sistema, reflejado en la vulnerabilidad de un buen número de entidades del sistema ante un retiro masivo de depósitos, situación que no se percibió en los análisis de seis meses atrás.

Adicionalmente, en el Informe de Estabilidad Financiera se ha hecho énfasis sobre la necesidad de seguir de cerca el incremento en la exposición al riesgo de mercado por parte del sistema financiero. Una mayor exposición, aumenta la sensibilidad del portafolio a cambios en las tasas de interés de las inversiones, lo cual podría traducirse en importantes pérdidas, ante cambios adversos sobre los precios de estos activos y no contar con los requerimientos de capital adecuados para enfrentar dicha situación. Se destaca sin embargo, que en los últimos

meses las entidades financieras han trabajado en la recomposición de sus portafolios reduciendo su exposición al riesgo de mercado, frente a los niveles que presentaban en febrero del presente año.

Política monetaria

La consolidación de la independencia del banco central y la credibilidad de la política monetaria han contribuido a la reducción de la inflación y a la estabilidad macroeconómica, y conforman una base importante para la sostenibilidad del crecimiento futuro. Por esta razón, constituyen activos fundamentales de los colombianos que deben ser preservados hacia delante.

Los pronósticos de inflación para 2006, sitúan esta variable alrededor de 4,5%, el punto medio del rango meta anunciado por la JDBR. La inflación sin alimentos estaría ubicada entre 4% y 4,5%. Hacia delante, se debe continuar con el proceso de desinflación gradual, hacia la meta de largo plazo entre 2% y 4%. El principal reto que debe enfrentar la autoridad monetaria es cómo lograr este proceso en una economía en la cual la demanda interna podría continuar creciendo por encima de la expansión de la capacidad productiva, y donde las presiones de costos laborales y de materias primas pueden ser importantes y generar presiones inflacionarias. El éxito en este proceso requiere mantener la credibilidad en la política monetaria y lograr que las expectativas de inflación converjan hacia las metas de inflación de largo plazo. Para ello la política monetaria debe actuar con suficiente antelación teniendo en cuenta los rezagos con los que operan los mecanismos de transmisión. Todos los análisis indican que en las condiciones actuales y en el mediano plazo, la economía colombiana requeriría un menor estímulo monetario dado que las fuentes de crecimiento son amplias y diversas, y principalmente basadas en la dinámica del gasto privado tanto en consumo como en inversión.

En estas condiciones, la reducción gradual del impulso monetario debe ir en la dirección de evitar la generación de desequilibrios macroeconómicos que a la postre tienen costosas consecuencias, como se vio con claridad en la crisis de finales de los noventa. Ello, sin embargo, no es suficiente, sin el uso activo de una política fiscal que actúe en forma contracíclica, disminuyendo el impulso fiscal en las épocas de expansión y aumentándolo en las épocas de desaceleración.

Anexo 1

Resumen de indicadores 1990-2005

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Sector real																
Crecimiento PIB real (%)	4.3	2.4	4.4	5.7	5.1	5.2	2.1	3.4	0.6	-4.2	2.9	1.5	1.9	3.9	4.8	5.1
Consumo (privado+público)																
Crecimiento real (%)	3.0	1.7	5.6	7.4	5.9	5.8	5.2	5.3	-0.1	-3.2	1.4	2.3	2.2	1.7	3.9	4.9
Participación en el PIB (%)	76.4	76.2	80.0	80.9	80.4	80.6	83.5	85.0	86.2	86.6	84.2	86.2	86.1	83.3	81.9	80.7
Inversión																
Crecimiento real (%)	-1.2	-1.3	15.6	29.0	12.7	6.1	-12.0	-0.6	-6.3	-38.6	12.3	1.9	9.9	14.7	14.8	29.0
Participación en el PIB (%)	20.6	19.1	20.6	24.9	25.5	25.8	22.2	20.9	19.7	12.9	13.7	14.3	15.3	17.2	17.6	19.2
Tasa de desempleo (7 ciudades)	9.5	9.2	9.3	7.7	7.9	7.9	10.2	11.3	14.1	18.0	18.7	18.3	17.7	16.5	15.2	13.6
Variación de la PTF (%)	0.8	-1.2	-0.4	2.0	0.8	0.4	0.9	-0.9	-0.8	-2.7	-3.8	0.3	-0.4	-0.3	1.6	1.3
Precios																
Inflación total (%)	32.4	26.8	25.1	22.6	22.6	19.5	21.6	17.7	16.7	9.2	8.8	7.6	7.0	6.5	5.5	4.9
Inflación de transables (%)	32.2	23.5	20.3	19.8	18.4	17.2	17.0	15.1	16.9	12.2	10.2	7.7	6.6	8.7	5.1	3.3
Inflación de no transables (%)	32.6	29.8	29.2	24.8	25.7	21.1	24.8	19.3	16.6	7.5	7.8	7.6	7.3	5.1	5.7	5.9
Tasa de cambio nominal																
Variación TC fin de (%)	31.1	12.3	15.6	9.0	3.3	18.8	1.8	28.7	19.2	21.5	19.0	2.8	25.0	-3.0	-14.0	-4.4
Variación TC promedio (%)	31.3	26.0	7.4	15.7	5.1	10.4	13.6	10.1	25.1	23.2	18.7	10.2	9.1	14.7	-8.7	-11.6
Tasa de cambio real																
Variación TC fin de (%)	17.3	-9.3	-6.1	-8.4	-11.0	3.6	-15.4	11.8	4.3	10.3	9.3	-0.1	12.1	-0.9	-13.6	-8.0
Variación TC promedio (%)	15.6	0.1	-8.3	-4.6	-11.3	-1.3	-6.6	-6.0	8.0	10.6	10.2	4.6	0.7	11.2	-9.5	-11.8
Tasas de interés nominal (promedios anuales)																
Intervención (%)						44.9	35.8	28.5	30.2	18.4	12.0	10.7	6.1	6.9	6.8	6.4
CDTs 90 días (%)	35.6	36.6	26.1	25.5	29.8	31.7	30.4	23.7	31.7	20.2	11.9	12.1	8.6	7.6	7.7	6.9
TES (ponderada TES de 1 a 5 años)									31.8	21.1	15.7	14.1	11.4	11.6	10.5	8.2
Externa nominal (Libor 6 meses)	8.4	6.1	3.9	3.4	5.1	6.1	5.6	5.9	5.6	5.5	6.7	3.7	1.9	1.2	1.8	3.8
Tasas de interés real (promedios anuales)																
Intervención (%)						19.9	12.5	8.4	9.7	6.7	2.5	2.6	-0.2	-0.2	0.9	1.2
CDTs 90 días (%)	5.1	4.7	-0.8	2.5	5.6	8.9	8.0	4.4	11.0	8.2	2.5	3.8	2.1	0.5	1.7	1.7
TES (ponderada TES de 1 a 5 años)									11.1	9.1	6.0	5.6	4.8	4.1	4.4	3.0
Externa real (Libor 6 meses)	2.8	1.8	0.9	0.4	2.4	3.2	2.6	3.4	4.0	3.3	3.2	0.9	0.3	-1.0	-0.9	0.4
Sector externo (Balanza de Pagos)																
Exportaciones de bienes y servicios, X (Mill.dólares)	8687	9115	9257	9962	10630	12294	13158	14220	13435	13977	15786	15038	14182	15733	19479	24392
Crecimiento (%)	18.5	4.9	1.6	7.6	6.7	15.7	7.0	8.1	-5.5	4.0	12.9	-4.7	-5.7	10.9	23.8	25.2
Participación en el PIB (%)	18.2	18.5	15.8	15.0	13.0	13.3	13.5	13.3	13.6	16.2	18.8	18.3	17.5	19.8	20.1	19.9
Importaciones de bienes y servicios, M (Mill. dólares)	7089	6633	8262	11626	13914	16024	16443	18359	17346	13406	14397	15871	15380	16618	19812	24887
Crecimiento (%)	10.6	-6.4	24.6	40.7	19.7	15.2	2.6	11.6	-5.5	-22.7	7.4	10.2	-3.1	8.1	19.2	25.6
Participación en el PIB (%)	14.8	13.5	14.1	17.5	17.0	17.3	16.9	17.2	17.6	15.6	17.2	19.4	18.9	20.9	20.5	20.4
Balance comercial / PIB	4.1	6.0	2.1	-2.5	-3.1	-3.0	-2.3	-2.6	-2.7	1.9	2.9	0.5	0.2	0.2	1.2	1.1
Cuenta corriente (% del PIB)	1.2	4.9	1.5	-3.4	-4.5	-4.9	-4.8	-5.4	-4.9	0.8	0.9	-1.3	-1.7	-1.2	-1.0	-1.6
Indicador de apertura [(X+M)/PIB]	33.0	32.0	30.0	32.5	30.0	30.6	30.5	30.5	31.3	31.8	36.0	37.7	36.4	40.7	40.6	40.3
Variación términos de intercambio	7.7	-0.9	-5.2	0.4	12.7	3.9	-2.6	7.2	-6.5	7.0	13.2	-6.6	-0.2	4.6	2.1	4.2

Resumen de indicadores 1990-2005 (continuación)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	
Indicadores externos del país (%) *																	
Total deuda externa / PIB	42.6	35.6	32.1	29.0	28.0	30.8	31.1	36.6	40.3	45.4	46.1	47.5	52.6	46.2	37.1	30.9	
Corto plazo	5.4	3.9	4.7	5.5	5.4	6.4	4.4	4.6	4.4	3.6	3.2	3.8	4.9	4.0	4.6	4.8	
Mediano y largo plazo	37.2	31.7	27.4	23.6	22.6	24.4	26.6	31.9	35.9	41.8	42.8	43.7	47.6	42.2	32.4	26.0	
Total deuda externa / X	207.1	190.2	186.7	189.4	213.9	214.3	236.5	242.0	273.0	262.8	228.9	260.0	263.2	241.6	202.5	157.2	
Corto plazo	26.4	20.7	27.4	35.8	41.2	44.8	33.8	30.7	29.6	21.0	15.9	20.8	24.6	21.1	25.2	24.5	
Mediano y largo plazo	180.7	169.4	159.2	153.6	172.7	169.5	202.7	211.2	243.4	241.8	212.9	239.3	238.6	220.5	177.3	132.7	
Servicio de la deuda / X	70.0	63.8	63.7	61.0	74.8	73.2	82.0	79.3	82.9	81.0	70.7	68.8	88.6	79.6	58.1	65.0	
Reservas internacionales netas, RIN (Mill. dólares)	4552	6440	7724	7915	8095	8446	9933	9905	8740	8102	9004	10192	10841	10916	13535	14947	
Variación RIN	17.0	41.5	19.9	2.5	2.3	4.3	17.6	-0.3	-11.8	-7.3	11.1	13.2	6.4	0.7	24.0	10.4	
RIN / PIB	10.8	13.2	14.3	12.2	10.0	9.9	9.9	10.5	9.6	10.0	11.5	12.4	15.3	13.3	12.7	12.0	
RIN / Total deuda externa	25.3	37.1	44.7	42.0	35.6	32.1	31.9	28.8	23.8	22.1	24.9	26.1	29.0	28.7	34.3	39.0	
RIN / Total deuda externa-corto plazo	198.4	340.7	304.0	222.2	185.0	153.3	223.6	226.7	219.7	275.6	358.1	326.4	310.4	328.8	275.6	249.7	
RIN / Servicio de la deuda externa	74.8	110.8	130.9	130.2	101.9	93.8	92.1	87.8	78.4	71.6	80.7	98.4	86.2	87.2	119.6	94.3	
RIN / M3	39.9	47.7	47.3	36.8	27.2	26.0	24.1	24.4	23.8	25.1	32.0	34.1	41.9	36.5	33.3	30.3	
* Los datos de deuda externa corresponden a la deuda pública y privada de los sectores financiero y no financiero e incluye arrendamiento financiero y titularizaciones.																	
Finanzas públicas																	
Balance Total del Sector Público Combinado (SPC)											-5.5	-3.3	-3.2	-3.6	-2.7	-1.3	0.0
Sector Público no Financiero (SPNF)																	
Balance del SPNF (% del PIB)																	
Total	-0.6	0.0	0.5	1.1	0.3	-1.0	-2.2	-3.0	-3.9	-4.1	-5.5	-4.0	-4.7	-3.1	-1.3	-0.8	
Primario	2.5	3.3	3.3	4.3	3.3	1.9	1.2	0.1	0.2	-1.3	-1.1	0.4	-0.3	1.2	2.7	1.9	
Balance del Gobierno Nacional Central (GNC) (% del PIB)																	
Total	-0.7	-0.4	-2.8	0.2	-1.2	-2.9	-4.3	-4.0	-5.3	-6.7	-7.2	-5.8	-6.5	-5.7	-5.2	-5.3	
Primario	0.3	0.7	-1.8	1.0	-0.2	-1.9	-2.7	-2.2	-2.6	-3.7	-3.5	-1.4	-2.1	-1.0	-0.8	-1.5	
Deuda bruta SPNF (% del PIB)																	
Total						26.0	25.4	29.9	34.4	43.4	50.7	56.1	63.8	61.0	55.8	54.9	
Interna						11.8	12.6	15.4	17.0	21.7	26.7	29.1	33.3	32.5	32.6	36.1	
Externa (% del PIB)						14.2	12.8	14.5	17.4	21.7	24.0	26.9	30.5	28.5	23.1	18.8	
GNC																	
Deuda Total / PIB (%)	16.7	14.5	16.1	14.2	12.5	13.7	14.4	17.9	22.2	31.6	40.4	47.0	54.4	54.1	50.4	49.8	
Intereses / Ingresos Tributarios	13.9	13.2	10.9	11.5	11.6	12.7	18.5	18.9	27.6	31.3	33.8	30.2	29.2	30.8	27.9	24.0	
Servicio / Ingresos Tributarios	31.5	43.6	37.8	29.5	42.3	29.5	46.2	50.9	59.4	82.0	71.5	77.7	73.2	76.3	62.9	63.4	
Servicio / Total Ingresos	28.4	38.1	33.7	25.2	37.0	25.2	39.3	44.2	52.5	69.3	61.7	69.8	65.3	69.5	57.8	58.5	
S. Externo / X	13.4	15.0	20.0	17.4	14.3	9.9	11.3	9.8	12.2	15.5	14.6	24.3	25.5	31.6	19.4	24.6	
Financiamiento																	
Externo total (% del PIB)	0.0	-1.6	0.4	4.0	4.2	5.3	6.7	7.0	3.6	-0.7	0.1	3.0	1.8	0.9	3.0	2.7	
Privado (% del PIB)	0.5	-1.0	1.9	3.9	5.7	3.7	5.9	6.6	1.9	-1.8	-0.5	1.2	1.3	0.4	3.0	4.9	
Público (% del PIB)	-0.5	-0.6	-1.5	0.1	-1.5	1.6	0.7	0.4	1.7	1.1	0.6	1.7	0.5	0.5	0.0	-2.2	
Interno total (% del PIB)								1.9	0.9	-1.1	-1.1	-1.0	0.5	-0.3			
Privado (% del PIB)								-2.1	0.2	5.4	3.0	3.9	2.9	3.2			
Público (% del PIB)								0.2	-1.1	-4.3	-2.0	-2.9	-3.4	-2.9			

Resumen de indicadores 1990-2005 (continuación)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Agregados monetarios																
Crecimiento real Base (%)	-3.7	20.9	15.6	8.8	4.0	-6.9	-13.1	6.3	-28.4	28.8	1.1	1.0	13.2	9.4	11.0	12.9
Crecimiento real M1 (%)	-5.4	3.8	12.7	6.0	2.2	0.6	-4.2	3.4	-17.6	11.4	20.0	4.1	7.9	8.2	10.7	12.3
Crecimiento real M3 (%)	0.1	4.9	11.6	17.3	16.5	8.4	6.4	7.7	-7.6	-2.1	-4.7	1.5	1.1	5.2	10.7	10.6
Indicadores financieros																
Cartera total (% del PIB)																
Hipotecaria					7.6	8.6	9.9	10.9	11.0	10.6	7.3	6.6	5.4	4.2	2.7	2.4
Comercial					16.2	18.9	20.6	21.6	20.1	18.6	15.7	14.6	15.1	14.3	14.7	15.0
Consumo					8.0	8.0	6.7	7.1	6.8	4.5	3.8	4.0	3.9	4.3	5.0	6.3
Total					34.6	38.7	40.1	40.4	38.7	33.9	27.0	25.4	25.6	24.8	25.6	27.2
Cartera total (variación real)																
Hipotecaria						17.9	12.9	12.6	0.3	-5.4	-26.1	-10.4	-17.8	-17.2	-30.2	-8.4
Comercial						21.9	7.0	7.5	-8.0	-8.6	-10.1	-7.1	4.6	1.1	8.8	6.3
Consumo						4.0	-17.2	8.3	-5.5	-34.2	-10.6	4.2	-0.8	16.4	24.5	31.8
Total						16.9	1.6	3.6	-5.3	-13.6	-15.3	-6.0	1.6	3.7	9.0	11.3
Indicador de calidad (vencida/bruta)																
Hipotecaria						3.5	4.7	6.4	10.3	18.8	19.8	21.5	23.5	22.4	8.7	4.9
Comercial						4.1	5.7	5.4	8.8	10.3	7.2	5.5	4.3	2.8	2.1	1.6
Consumo						12.2	13.0	10.9	17.0	16.6	11.6	7.7	6.2	5.3	4.4	3.9
Total						5.8	6.8	6.7	10.7	13.8	11.2	10.0	8.8	6.8	3.4	2.6
Precios de activos																
Indice real precios de la vivienda usada	100.0	96.3	91.9	95.1	99.3	107.1	105.6	99.4	95.9	87.3	82.1	84.3	83.0	80.6	83.2	
Indice real precios de la vivienda nueva (Bogotá)					130.1	130.7	116.6	106.9	100.0	89.6	85.7	84.7	78.0	90.0	92.5	93.4
Indice real precio de las acciones	66.1	186.7	208.3	254.7	246.7	175.2	161.0	232.1	154.1	126.9	83.3	116.3	163.3	222.5	392.7	

Fuente: Banco de la República, DANE y IFS-FMI. Cálculos propios.

Anexo 2

Actividad petrolera: Desarrollos recientes y perspectivas

Desde el hallazgo de Caño Limón a principios de los ochenta y luego con el descubrimiento de los yacimientos de Cusiana y Cupiagua en la década de los noventa, la actividad petrolera ha tenido una gran incidencia en el desempeño económico del país, en especial por el desarrollo de grandes proyectos que atraen inversión extranjera y generan desarrollo, empleo y por supuesto divisas al país.

En años recientes se han venido registrando grandes aumentos en los precios internacionales del crudo debido a la gran demanda energética mundial, impulsada entre otros factores por el crecimiento económico mundial y en especial por el de la China. Para aprovechar estos desarrollos recientes en el mercado internacional de hidrocarburos y ante la inminente declinación de los campos de crudo colombianos, las autoridades del sector petrolero del país han orientado sus esfuerzos a aumentar las reservas de petróleo, con lo cual se puede prever que el sector mantendrá su aporte a la actividad económica de la nación, por lo menos en el mediano plazo.

A continuación se describe la evolución de la producción de crudo, su impacto en la medición de la balanza pagos y las perspectivas de mediano plazo.

1. Reservas de crudo y producción nacional

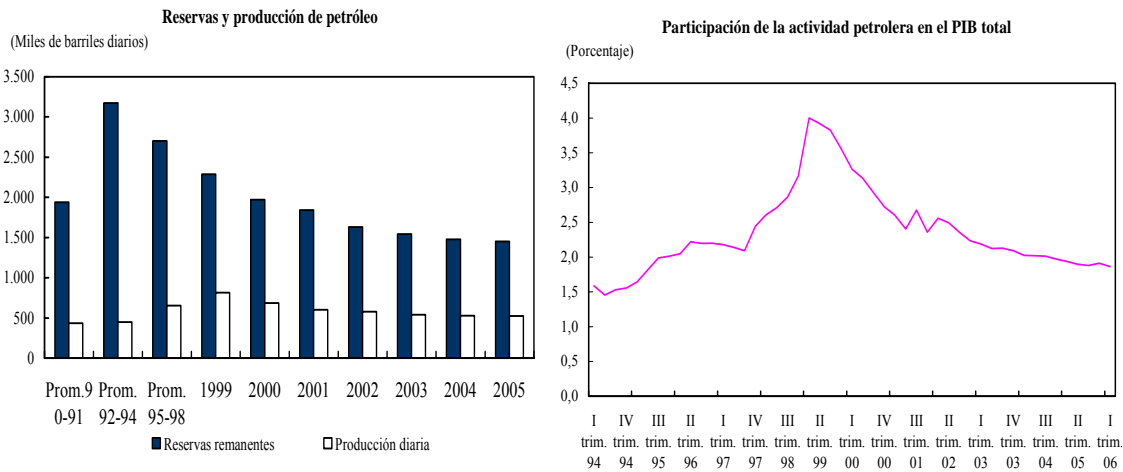
El descubrimiento de los campos de Cusiana y Cupiagua le aportó al país el mayor nivel de reservas de los últimos 14 años, alcanzando un monto de 3.175 millones de barriles promedio en el período 1992- 1994 (Gráfico R1). A partir de esos años y hasta el 2001, el nivel de las reservas cayó aceleradamente a tasas promedio del 15% anual. Sin embargo, a partir de 2002 el descenso ha sido más gradual (a una tasa promedio del 5% anual), gracias entre otros factores a la política de Ecopetrol de recuperación de campos inactivos y de extracción de crudos pesados, los cuales se han vuelto más atractivos en los mercados internacionales.

La participación del sector petrolero en la producción nacional, aumentó de 1.9% en promedio entre 1994 - 1997 a 3.2% del PIB entre 1998- 2000, período durante el cual se alcanzó el mayor récord en la producción de crudo del país. En los últimos 5 años dicha participación se ha mantenido alrededor de 2.2% en promedio anual.

2. El sector petrolero y la balanza de pagos

Desde 1994 las operaciones del sector petrolero asociadas a la cuenta corriente (operaciones de comercio exterior de bienes y servicios no factoriales y remuneración de factores productivos) y a su financiamiento (inversión extranjera y deuda externa, entre otros), registraron un balance positivo que se expresó en entradas netas de recursos a la economía. En el período 1994-1997 este balance representó en promedio el 2.0% del PIB. Posteriormente, en el período, 1998-2000 se registró un descenso en el flujo neto de recursos externos a 1.6% del PIB y en los últimos años se han contabilizado ingresos netos cercanos a 2.5% del PIB.

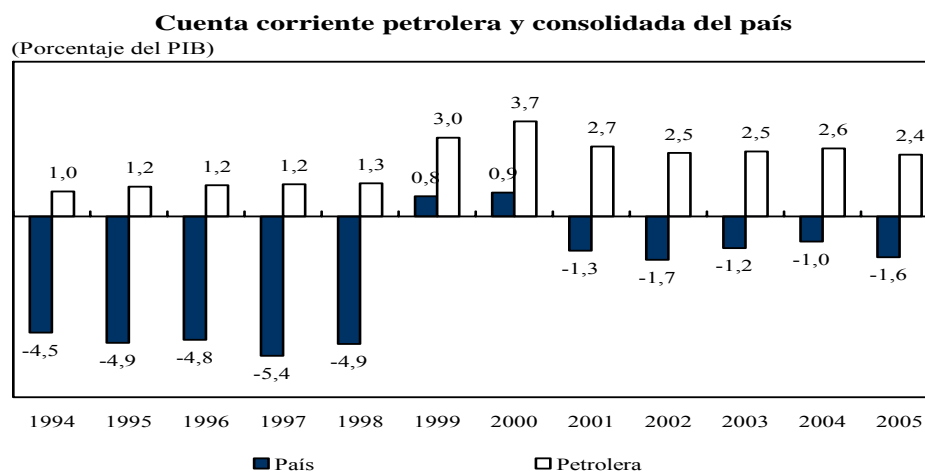
Gráfico R1



Fuente: Banco de la República y Ecopetrol.

Como se observa en el Gráfico R2, las operaciones de la cuenta corriente del sector se tradujeron en un balance superavitario durante todos estos años. Los ingresos generados en las ventas externas de crudo y de productos derivados de la refinación compensaron ampliamente los pagos por importaciones y transferencias de utilidades asociadas a la inversión extranjera. Vale la pena destacar, que los excedentes de divisas originados en esta actividad, permitieron aliviar el desajuste en la cuenta corriente de la balanza de pagos del país, que alcanzó niveles críticos entre 1994 y 1998 con déficit cercanos al 5.0% del PIB.

Gráfico R2



Fuente: Banco de la República.

La generación de ingresos por exportaciones de crudo y sus derivados en la segunda mitad de los noventa estuvo asociada al inicio de las operaciones de explotación de los yacimientos de Cusiana y Cupiagua. Desde el año 2000, los ingresos por exportaciones se vieron afectados por el descenso en la producción de dichos campos. No obstante, el deterioro en la producción de crudo se compensó parcialmente, por los aumentos en la producción de refinados y los mayores precios internacionales, que se observaron especialmente a partir del año 2004.

El incremento en los precios internacionales también incidió en el valor de las importaciones y en los giros de utilidades del sector. Cerca del 70% de las importaciones sectoriales correspondió a compras de combustibles (destinados a atender el consumo interno de diesel y de combustibles en las zonas de frontera) y el resto a maquinaria y equipo⁷⁰. De otro lado, los mayores precios se reflejaron en mayores utilidades para las empresas exportadoras que operan en el país. Vale la pena destacar que las empresas extranjeras son las que afectan en mayor proporción el rubro de renta de factores de la balanza de pagos, con incrementos en los giros de utilidades de 60% y 64% en 2004 y 2005, respectivamente⁷¹.

⁷⁰ Colombia importa combustibles para atender las zonas de frontera, en especial Leticia, por razones de costos de transporte desde el interior.

⁷¹ También hacen parte de este concepto, los rendimientos de Ecopetrol por sus inversiones financieras en el exterior, netos de sus pagos de intereses de la deuda externa.

En lo que respecta a los flujos de capital, las operaciones de inversión extranjera directa constituyeron el rubro más importante. Entre 1994 y 1997 se registraron entradas significativas de capital para atender las necesidades de desarrollo de Cusiana y Cupiagua. Posteriormente, se observó un período de transición en el cual se redujo el ritmo de crecimiento de estos flujos externos debido en parte a las expectativas que se generaron en torno a las modificaciones anunciadas por el Gobierno sobre el régimen de inversión en el sector, y a la revisión de los procedimientos administrativos de las empresas extranjeras. A partir del año 2002 aumentó la afluencia de capitales de inversión directa, gracias a la reactivación de la actividad exploratoria y la recuperación de campos, que ha llevado a un aumento importante en el número de contratos de exploración y explotación firmados con compañías extranjeras (Cuadro R1). En el año 2005, los flujos de inversión directa (netos de los reembolsos de capital) ascendieron a 1% del PIB, nivel particularmente alto frente al promedio observado en el período 1994-2005 (0.5% del PIB).

Cuadro R1

Evolución de algunos indicadores de la actividad de exploración

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 (30 de abril)
Actividad exploratoria							
Kilometros de sísmica equivalentes	1.356	2.399	2.067	3.470	6.767	11.896	5.921
ANH (directo y contratistas)	0	0	0	0	4.068	9.559	5.489
Ecopetrol	187	114	512	1.651	1.143	524	0
Asociados Ecopetrol	1.169	2.285	1.555	1.819	1.556	1.813	432
Número de pozos exploratorios	16	13	10	28	21	35	20
ANH contratistas						4	
Ecopetrol	0	1	1	3	1	9	
Asociadas	16	12	9	25	20	23	
Actividad contractual							
Contratos suscritos en el año	32	28	14	21	32	59	20

Fuente: Ecopetrol y Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH).

3. Perspectivas del sector

A pesar del descenso en los niveles de producción de crudo durante los últimos años, las perspectivas del sector petrolero en el mediano plazo son favorables. En primer lugar, no se prevé una reducción significativa en los volúmenes producidos debido a los esfuerzos recientes de las empresas petroleras en materia de exploración. En segundo lugar, se considera que los precios internacionales del crudo mantendrán niveles relativamente altos por cuanto no se esperan aumentos importantes en la oferta mundial de petróleo.

Bajo un escenario que considera unas expectativas de precios altos y un nivel de reservas de hidrocarburos conservador⁷², se estima que el sector petrolero mantendrá una contribución favorable al desempeño de la cuenta corriente del país en los próximos años. A continuación se describen los supuestos sobre los cuales descansan las perspectivas del sector:

Una producción diaria de petróleo crudo que desciende a una tasa promedio de 3% entre 2007 y 2010. Al finalizar el año 2010, la producción nacional alcanzará 470 mbd (Gráfico 1). Con este nivel de producción, y teniendo en cuenta la demanda interna, no están previstas importaciones de crudo en este período.

Se estima una producción total de productos derivados de la refinación de crudo, cercana a 300 mbd en promedio, entre 2007 y 2010, año a partir del cual aumentaría, con la entrada en operación de la refinería de Cartagena. Con estos niveles de producción y dadas unas estimaciones de crecimiento de la demanda interna, se estiman importaciones de petroquímicos cercanas a los 25mbd en promedio en igual período.

Cuadro 2

Evolución de algunos indicadores del sector petrolero y pronósticos (*)

Promedios anuales	1994-1997	1998-2000	2001-2004	2005-2006	2007-2010
Cifras en volúmenes (millones de barriles diarios)					
Producción diaria de petróleo crudo (mbd)	552	719	561	529	491
Precios de exportación de crudo colombiano (dólares/barril)					
	18	20	29	54	61
Cifras en dólares					
Exportaciones totales de hidrocarburos	2.275	3.552	3.543	6.004	6.931
Exportaciones totales de petróleo crudo	1.922	3.148	2.660	4.314	4.232
Exportaciones totales de derivados	352	404	883	1.690	2.700
Cifras en porcentaje					
Exportaciones totales de hidrocarburos/PIB	2,37	4,06	4,17	4,74	4,32
Exportaciones totales de hidrocarburos/exportaciones totales	20,99	28,25	25,30	26,12	22,59

(*) Las cifras del período 2006-2015 corresponden a cálculos del Banco de la República, utilizando un escenario conservador de producción de crudo, que no necesariamente coincide con el escenario oficial de Ecopetrol.

Fuente: Banco de la República.

Ecopetrol continuará con el desarrollo del negocio de gas en todas sus etapas. Con la construcción del gasoducto que integra a Venezuela, Colombia y Panamá, se estiman exportaciones cercanas a 120 millones de pies cúbicos (mpc) entre 2007 y 2008, las cuales aumentarían a 190 mpc entre 2009 y 2010.

⁷² Este escenario se considera conservador en producción de crudo y gas, al no incluir Nueva Actividad Exploratoria, ni compra de reservas de hidrocarburos por parte de ECP y sus socios. Además, no incluye los estimativos adicionales de producción de crudo y gas proyectados por la ANH-Agencia Nacional de Hidrocarburos. No obstante, Ecopetrol cuenta con un escenario denominado "Portafolio Reto" (nivel de confianza entre el 60% y 80%) en el cual la producción de crudo aumentará, ubicándose en cerca de 600 mbd a partir del año 2010.

En consecuencia, siempre y cuando se cumplan los anteriores supuestos, se estima que los ingresos por concepto de exportaciones de petróleo crudo y derivados se mantendrán en niveles superiores al 4.0% del PIB hasta el año 2010.

Anexo 3

La Restricción Presupuestaria Inter-temporal y la Proyección de la Deuda

El ejercicio de análisis de sostenibilidad de la deuda pública parte de la restricción intertemporal presupuestaria del Gobierno. En primera instancia se define el déficit total en el tiempo t como:

$$Déficit_t = i_t B_{t-1} + DP_t \quad (1)$$

Donde B_{t-1} representa el saldo de la deuda del Gobierno al final del período $t-1$, i_t es la tasa de interés nominal en t y DP_t es el déficit primario, que corresponde a la diferencia, $G_t - T_t$. G_t es el gasto en bienes y servicios, del cual se excluye el pago de intereses, mientras T_t indica el recaudo de impuestos y otros ingresos menos las transferencias a los otros sectores de la economía, las cuales son contabilizadas dentro de G_t .

Otra forma de deducir el déficit presupuestal en t , es a través de la variación del saldo de la deuda, como es mostrado en la ecuación (2).

$$B_t - B_{t-1} = Déficit_t + E_t \quad (2)$$

Aunque la expresión anterior supone que el financiamiento se da totalmente con deuda, en la práctica el incremento del saldo de la misma, se explica tanto por el registro del déficit como de un término de ajuste, denominado *efecto stock-flujo*, E_t , el cual captura entre otros elementos: las discrepancias estadísticas entre el déficit calculado por flujos, y por variación de los saldos de la

deuda, el financiamiento a través de la variación en el portafolio, privatizaciones, cambios en la deuda por valorizaciones, efectos cambiarios, discrepancias entre los valores de registro de caja y de valores devengados.

Al sustituir (1) en (2) y dividiendo ambos lados de la ecuación por el producto nominal, Y_t , se llega a la conocida *Restricción Presupuestaria Intertemporal del Gobierno*,

$$b_t = (1+i_t)b_{t-1} \left(\frac{Y_{t-1}}{Y_t} \right) + dp_t + \varepsilon_t \quad (3)$$

Siguiendo a Croce y V. Hugo (2003), el cambio del producto doméstico bruto nominal, Y_t/Y_{t-1} , puede ser expresado en términos de la tasa de crecimiento del producto doméstico bruto real (g) y la tasa de inflación (π) como $Y_t/Y_{t-1} = (1+\pi_t)(1+g_t)$, de forma que la ecuación (3) puede ser simplificada como:

$$b_t = (1+\beta_t)b_{t-1} + dp_t + \varepsilon_t \quad (4)$$

donde $(1+\beta_t) = \frac{(1+i_t)}{(1+\pi)(1+g)}$. De otra parte, como la deuda pública b_t puede ser contratada en

moneda doméstica, b_t^d , y en moneda externa, b_t^* , esta misma descomposición aplica para el pago de intereses y su tasa de interés asociada, por lo cual, $(1+i_t)$ puede ser definido como sigue:

$$(1+i_t) = (1-\alpha)(1+i_t^D) + \alpha(1+i_t^*)(1+e_t) \quad (5)$$

donde i_t^d e i_t^* son las tasas de interés promedio nominales de la deuda doméstica y externa, e_t corresponde a la depreciación de la tasa de cambio nominal, mientras α y $(1-\alpha)$ son respectivamente la participación de la deuda denominada en moneda extranjera y doméstica.

Anexo 3 - Continuación
La Restricción Presupuestaria Inter-temporal y
la Proyección de la Deuda

Además de estudiar el saldo de la deuda pública, es importante analizar su evolución, Δb_t , descrita por :

$$\Delta b_t = \beta_t b_{t-1} + dp_t + \varepsilon_t \quad (6)$$

en la cual β_t , representa el factor de ajuste dinámico, que a partir de las expresiones $(1 + \beta_t)$ y (5), puede ser expresado como:

$$\beta_t = \frac{i_t^D + \alpha(i_t^* - i_t^D) - \pi_t(1 + g_t) - g_t}{(1 + \pi_t)(1 + g_t)} + \frac{\alpha e(1 + i_t^*)}{(1 + \pi_t)(1 + g_t)} \quad (7)$$

El factor β_t , se divide en dos términos que explican la variación de la deuda: el primero describe la contribución realizada por diferencial entre la tasa de interés real y el crecimiento, mientras el segundo hace lo mismo a partir de la variación de la tasa de cambio y la tasa de interés externa. Las tasas de interés reales interna y externa se definen de la siguiente manera:

$$r_t^D = \frac{1 + i_t^D}{(1 + \pi_t)} - 1 \quad ; \quad r_t^* = \frac{(1 + i_t^*)(1 + e_t)}{(1 + \pi_t)} - 1$$

Finalmente, cuando se asume que no hay variación en el saldo de la deuda, $\Delta b_t = 0$ y el factor residual, $\varepsilon_t = 0$, entonces de la ecuación (6), se obtiene

$$sp_t^* = \beta_t b_{t-1} \quad (8)$$

donde sp_t^* es el superávit primario requerido (en términos del producto), para mantener el nivel de la deuda constante.

Anexo 4

Deuda Pública

Aspectos Metodológicos

Un aspecto esencial en los estudios sobre sostenibilidad fiscal es la estadística de deuda que se utilice. Esta puede discrepar especialmente por su cobertura y por su propia definición. En el primer caso se puede optar por la deuda del Gobierno General (es decir, a la emitida por la administración central y por las administraciones territoriales, junto a la contraída por entidades descentralizadas y de la seguridad social), o por la deuda del llamado Sector Público No Financiero –SPNF– (a la que se suma la deuda emitida por las empresas). En relación a su definición, se puede usar la deuda en términos brutos o en términos netos. La deuda bruta corresponde a la suma de la deuda emitida por la totalidad de las entidades que conforman el sector público. La deuda neta resulta de descontarle a la deuda emitida, bien sea los pasivos intra-públicos –por ejemplo, los títulos del Gobierno Central en poder del resto de las agencias del Estado–, o bien algún tipo de activo financiero que posean las entidades públicas en el mercado doméstico o en el exterior.

El uso de uno u otro concepto de deuda puede conducir tanto a distintas proyecciones fiscales como a distintas conclusiones sobre de sostenibilidad fiscal. En este trabajo se utilizó la deuda del Gobierno General neta de pasivos intra-públicos y las correspondientes cuentas de ingresos, gastos y déficit (total y primario) del propio Gobierno General, por ser a nuestro juicio el concepto que mejor refleja la posición fiscal del país. Para sustentar esta escogencia es útil conocer las prácticas internacionales.

- Países de la OECD y del Área del Euro

El tratado de Maastricht establece que el **Gobierno General** de los países de la Unión, no deben exceder su **endeudamiento bruto** (deuda en valor nominal) más allá del 60% del PIB. Sobre este mismo nivel de Gobierno, también se definen las metas de déficit total (3% del PIB) y de déficit primario.⁷³ Así las cosas, la cobertura relevante para el seguimiento de metas fiscales esta conformada por las agencias del Gobierno General, es decir, por aquellas unidades presupuestales a través de las cuales se hace la política fiscal, cuyas fuentes de financiación son los impuestos, incluidas las cotizaciones a la seguridad social.

Por otra parte, la base de datos de la OECD, relativa a las finanzas públicas tanto para los países de la OECD como para el resto de los países del área del Euro, contiene amplia información histórica de la **deuda bruta en valor nominal**, ingresos, gastos, déficit total y déficit primario del **Gobierno General**. Vale a pena anotar que los estudios sobre sostenibilidad y desempeño fiscal para estos países, utilizan dicha base de información, la cual justamente es la recomendada por la literatura especializada (ver *Handbook Fiscal Sustainability in Theory and Practice*, publicado por el Banco Mundial en 2005)

Un aspecto adicional que justifica utilizar las operaciones del **Gobierno General** y su endeudamiento, para evaluar el desempeño fiscal, es por su coherencia con las cuentas nacionales. En efecto, mediante el sistema de cuentas nacionales, el consumo público y la inversión pública corresponden a la ejecutada por el Gobierno General. Se excluyen las transacciones de las empresas públicas, las cuales son agrupadas en las sociedades, en la medida que éstas son unidades no presupuestales que se financian con la venta de sus bienes y servicios a precios de mercado, como cualquier otra firma.

⁷³ Ver más detalles en http://www.hm-treasury.gov.uk/media/98A/FB/MASfeb2004_96.pdf

- Países de América Latina

Las estadísticas fiscales de ingresos, gastos y deuda para la mayoría de los países de América Latina, incluido Colombia, se elaboran con base en las operaciones del SPNF (es decir, adicionando los balances operacionales de las empresas a las cuentas del Gobierno General). En estos países existen importantes empresas públicas que explotan los recursos naturales del Estado, de cuyas ventas en el exterior obtienen cuantiosos excedentes. La evidencia ha mostrado que sus balances operacionales ayudan a obtener mejores resultados fiscales de sector público consolidado, especialmente en tiempos de altos precios externos. Los casos de CODELCO (Corporación Nacional de Cobre) de Chile, de PDVSA en Venezuela (Petróleos de Venezuela), de PEMEX en México (Petróleos Mexicanos), de PETROECUADOR (Petróleos del Ecuador) y ECOPETROL en Colombia, ilustran este hecho. Además de estas grandes empresas, existen otras del sector energético (electricidad, gas, etc) y las que proveen los servicios públicos domiciliarios.

Si bien con la inclusión de los balances operacionales de las empresas se “alivia” el balance fiscal consolidado de estos países, también es cierto que dicho balance se vuelve dependiente de los que suceda con los precios externos de estos bienes primarios. Adicionalmente, la verdadera posición fiscal de los Gobiernos puede resultar “opacada” por las cuentas del sector público consolidado. Para aislar los efectos de los términos de intercambio sobre las finanzas públicas, algunos países de la región como Chile⁷⁴, no sólo excluye los balances operacionales de estas empresas para identificar mejor la posición fiscal de sus Gobiernos, sino que adicionalmente han optado por ajustar el componente cíclico de los ingresos del Gobierno –originados por precios externos altos de sus recursos naturales– mediante el establecimiento de reglas fiscales. En últimas, el objetivo de este ajuste que se ha hecho en tiempos recientes, consiste en definir unas estadísticas que permitan visualizar mejor la postura fiscal de un Gobierno y hacer análisis prospectivos más razonables sobre su sostenibilidad.

- El Caso Colombiano

Como se mencionó inicialmente, en este documento se optó por excluir tanto del concepto de deuda –histórica y proyectada–, como del balance fiscal –total y primario– los pasivos financieros y el balance operacional de las empresas públicas no financieras. La información fiscal resultante corresponde, por consiguiente, al Gobierno General. De la deuda emitida por el Gobierno General, se descuentan los pasivos intra-públicos que tengan las entidades que lo conforman, para hacer unidad de caja. Como es bien conocido, la empresa que mayor influencia ha tenido en los resultados fiscales del país es ECOPETROL, aunque en el pasado el balance operacional de las empresas del sector eléctrico también tuvieron un impacto importante. Además de las razones expuestas anteriormente para analizar la sostenibilidad fiscal sobre las finanzas del Gobierno General, lo que de por sí da un sustento valioso, es útil mencionar otros dos hechos que podrían respaldar esta decisión.

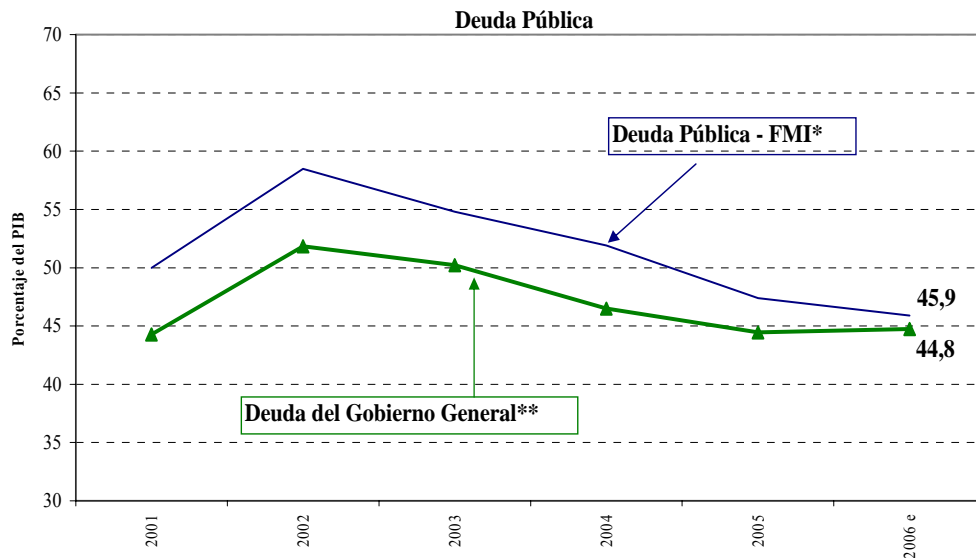
(i) En la reunión que sostuvieron las autoridades de los países de la región con el FMI en 2003 (reunión de Lima), se acordó excluir del seguimiento fiscal las principales empresas energéticas de la región. En el caso Colombiano, desde 2004 se viene excluyendo de las cuentas fiscales y de deuda la empresa Interconexión Eléctricas, ISA. Con todo y que el Gobierno conserva el control accionario de la empresa, ésta logró vincular más de 60 mil accionistas, la mayoría particulares. Con esta decisión se le ha permitido a la empresa actuar con criterios empresariales, sin limitaciones

⁷⁴ Un mayor detalle del cálculo de las finanzas públicas en Chile se encuentra en Gobierno de Chile (2006)

de tipo fiscal para realizar expansiones, tanto en Colombia como en el exterior. La empresa pasó a ser la principal transportadora de energía en Latinoamérica y acaba de concretar una operación comercial en Brasil que le exige inversiones superiores a los US\$500 millones, sin que esa inversión vaya a constituir mayor gasto público.

(ii) El segundo hecho tiene que ver con la propuesta de capitalización tanto de ISAGEN como de ECOPETROL. Como lo reconoce el propio Gobierno, la emisión propuesta les permitirá a estas empresas la autonomía administrativa, presupuestal y financiera, para tomar sus decisiones basadas en su plan estratégico y en sus propias necesidades de inversión, sin las dificultades que le implica competir por los recursos públicos destinados a actividades prioritarias como educación y salud. Al convertirse estas empresas en una sociedad de economía mixta, en la práctica le permite salirse de las cuentas fiscales y la obliga a responderles a sus nuevos accionistas con criterios puramente empresariales. Al igual que en ISA, se prevé que los dividendos generados por ECOPETROL e ISAGEN se incrementen después de la capitalización, con lo cual el Gobierno puede recibir en un futuro mayores dividendos de estas empresas.

Finalmente, en la gráfica adjunta mostramos la evolución reciente de la deuda del Gobierno General estimada para este trabajo, junto con la serie de deuda pública que ha calculado el FMI a lo largo de los Acuerdos que finalizaron este año. Se observa que la senda estimada por ese organismo está por encima de nuestras cifras y que para 2006 dichas estimaciones discrepan en menos de 1% del PIB.



* Deuda estimada por el FMI para los ejercicios de proyección, Staff Report Junio 16, 2006

** Deuda neta de pasivos intrapúblicos estimada por el BR para este trabajo

Referencias Bibliográficas

- Burnside, Craig, 2005, "*Fiscal Sustainability in Theory and Practice*", The World Bank.
- Banco Mundial (2005). *Handbook on Fiscal Sustainability in Theory and Practice*. Ed Burnside C. Chap 5 "Debt and Debt Indicators in the Measurement of Vulnerability",
- Cárdenas, Mauricio y Felipe Barrera (1996). "Sobre la Efectividad de los Controles a los Flujos de Capitales en Colombia," *Coyuntura Económica*, Fedesarrollo, Vol. XXVI, No. 2.
- _____ (1997). "On the Effectiveness of Capital Controls: The Experience of Colombia during the 1990s," *Journal of Development Economics*, Vol 54.
- Croce, Enzo, and V. Hugo Juan-Ramon, 2003, "*Assessing Fiscal Sustainability: A Cross-Country Comparison*," IMF Working Paper 03/145 (Washington: International Monetary Fund).
- Escobar, Julio, Carlos Huertas, Dora Alicia Mora y José Vicente Romero (2006). "Índice de precios de la vivienda en Colombia - I P V U - Método de ventas repetidas", *Borradores de Economía*, No.368, Banco de la República.
- Echavarría, Juan José, D. Vásquez y Mauricio Villamizar (2005). "La tasa de cambio real en Colombia: ¿Muy lejos del equilibrio?", *Borradores de Economía*, No. 337, Banco de la República.
- Gómez, Javier (2006). "La Política Monetaria en Colombia", *Borradores de Economía*, No. 394, Banco de la República
- IMF and World Bank, 2004, *Debt Sustainability in Low-Income Countries— Proposal for an Operational Framework and Policy Implications*".
- International Monetary Fund, 2003, "*World Economic Outlook, September 2003: Public Debt in Emerging Markets: Is It Too High?*", World Economic and Financial Surveys (Washington).
- Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, Banco de la República, varios volúmenes.
- Informe sobre inflación*, Banco de la República, varios volúmenes.
- Junguito, Roberto y Hernán Rincón (2004). "La política fiscal en el siglo XX en Colombia", *Borradores de Economía*, No. 318, Banco de la República.
- Lozano, Luis Ignacio y Carolina Aristizabal (2003). "Déficit público y desempeño económico en los noventa: el caso colombiano", *Borradores de Economía*, No. 261, Banco de la República.
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 2006, "*Marco Fiscal de Mediano Plazo*", Junio.
- Misión del Ingreso Público (2002), *Informe del Consejo Directivo*, Agosto.

- Montenegro, Armando y Rafael Rivas. "Las piezas del rompecabezas". Editorial Taurus. 2005.
- Ocampo, José Antonio y Camilo E. Tovar (1999). *Price-based capital account regulations: the Colombian Experience*, CEPAL, Serie Financiamiento del Desarrollo, Santiago de Chile.
- Reinhart, Carmen, Kenneth S. Rogoff, and Miguel A. Savastano, 2003, "Debt Intolerance", NBER Working Paper No. 9908 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Restrepo, Jorge Enrique y Hernán Rincón (2006). "Identifying fiscal policy shocks in Chile and Colombia", Manuscrito aún no publicado.
- Revista del Banco de la República, "Nota Editorial", Banco de la República, varias ediciones.
- Rincón, Hernán (2000a). "Efectividad del Control a los Flujos de Capital: Un Reexamen Empírico de la Experiencia Reciente en Colombia", *Revista de Economía del Rosario*, Universidad del Rosario, Bogotá, Vol. 3, No. 1.
- (2000b). "Devaluación y Precios Agregados en Colombia, 1980-1998" *Desarrollo y Sociedad*, 46, CEDE, Universidad de los Andes.
- Rincón, Hernán, Edgar Caicedo y Norberto Rodríguez (2005). "Exchange Rate Pass-Through Effects: A Disaggregate Analysis of Colombian Imports of Manufactured Goods", *Borradores de Economía*, No. 330, Banco de la República
- Rincón, Hernán, Jorge Ramos e Ignacio Lozano (2004). "Crisis Fiscal Actual: Diagnóstico y Recomendaciones", *Revista del Banco de la República*, Banco de la República, Septiembre.
- Tellez, Juana (2004). "¿Se puede repetir la experiencia de flujos de capital de los noventa?", *Reportes del Emisor*, Banco de la República, abril.
- Vargas, Hernando (2005). "Efectividad de la intervención cambiaria y credibilidad de la meta de inflación", Memorando interno, Gerencia Técnica, Banco de la República.
- Villar, Leonardo (2004). "Inflación y finanzas públicas", *Borradores de Economía*, No. 291, Banco de la República.
- Villar, Leonardo y Hernán Rincón (2001). "Flujos de capital y regímenes cambiarios en la década de los 90", *Ensayos Sobre Política Económica*, No. 39, Banco de la República.