

EL

---

# TALLER

**Astrid Martínez Ortiz**  
Editora

COMPILACION DE LOS DOCUMENTOS PRESENTADOS EN  
EL PRIMER TALLER DE MERCADO DE CAPITALES  
SANTAFE DE BOGOTA NOVIEMBRE 17, 18 DE 1993

---

No está permitida la reproducción total o parcial de este libro, ni su transmisión en ninguna forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, por fotocopia, por registro u otros medios sin el permiso previo y por escrito de editor.

Derechos reservados © 1994

Edición: Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia

Carátula: Carlos González Bravo - Antonio Márquez Bulla

Diagramación: Claudia Quiroga

Compilación: Astrid Martínez Ortíz

Primera Edición: 1000 Ejemplares

Impresión: Taller Artes Gráficas Asobancaria.

# INDICE

## LA INDEPENDENCIA DEL BANCO CENTRAL Y EL CONTROL DE LA INFLACION: EL CASO COLOMBIANO

*Roberto Junguito* 7

### COMENTARIOS

*Antonio Urdinola* 32

*Jorge Ospina Sardi* 34

*Roberto Steiner* 37

## LA POLITICA ANTI - INFLACIONARIA FRENTE A CUSIANA

*Hernando José Gómez* 47

## EL PROCESO RECIENTE DE DESCENTRALIZACION FISCAL EN COLOMBIA Y SUS PERSPECTIVAS

*Israel Fainboim*  
*Olga Lucía Acosta* 59

## LA POLITICA MACROECONOMICA 1993 - 1994

*Rafael Villareal* 105

## EL NUEVO MODELO COLOMBIANO DE DESARROLLO: DIFICULTADES, RETOS Y OPORTUNIDADES

*Eduardo Fernández*  
*Luis Bernardo Flórez* 119

### COMENTARIOS

*Francisco Azuero* 194

*Leonardo Villar* 200

## LA APERTURA EN COLOMBIA: LA EXPERIENCIA DE LOS SETENTA VS LOS NOVENTA

*Gabriel Misas* 207

## EL SISTEMA FINANCIERO EN EL MEDIANO PLAZO

*Eduardo Lora*  
*Felipe Barrera* 217

<b>COMENTARIO</b>	
<i>César González</i>	243
<b>ELEMENTOS BASICOS EN SISTEMAS BANCARIOS DE DIFERENTES AREAS DEL MUNDO</b>	
<i>Ernesto Aguirre</i>	245
<b>COMENTARIO</b>	
<i>Juan Camilo Restrepo</i>	274
<b>LA EVOLUCION ECONOMICA RECIENTE: DOS INTERPRETACIONES ALTERNATIVAS</b>	
<i>Carlos Esteban Posada</i>	277
<b>EL PAPEL DEL GASTO PUBLICO Y SU FINANCIACION EN LA COYUNTURA ACTUAL: ALGUNAS IMPLICACIONES COMPLEMENTARIAS</b>	
<i>Alvaro Zarta</i>	289
<b>COMENTARIO</b>	
<i>Alberto Carrasquilla</i>	305
<b>INFLACION, TIPO DE CAMBIO REAL Y SUS DETERMINANTES</b>	
<i>Alberto Corchuelo</i>	313
<b>INVERSION PRIVADA DE MERCADO DE CAPITALES</b>	
<i>Santiago Gutiérrez</i>	323
<b>DESARROLLOS RECIENTES DEL MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA</b>	
<i>Olver Bernal</i>	345
<b>COMENTARIO</b>	
<i>José Luis Acero</i>	354
<b>ESTRUCTURA DE CORRELACION EN EL MERCADO CREDITICIO COLOMBIANO</b>	
<i>Martin Maurer</i>	
<i>Pilar Jaramillo</i>	
<i>Carlos Navas</i>	363

## PRESENTACION

*La Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia se complace en presentar a la comunidad científica económica, a las autoridades económicas y a los empresarios del sector financiero las memorias del Primer Taller de ASOBANCARIA, llevado a cabo en SantaFé de Bogotá los días 17 y 18 de noviembre de 1993.*

*La realización de este Taller tiene como finalidad reunir los investigadores de temas macroeconómicos y financieros para exponer trabajos en proceso de elaboración y oír comentarios críticos. La respuesta a la convocatoria que hizo la Asociación en esta primera oportunidad sobrepasó las expectativas y fue un alentador indicio para dar continuidad a esta iniciativa.*

*La metodología de la discusión permitió contar con versiones preliminares de los estudios y las reacciones de los comentaristas llevaron en algunos casos a introducir modificaciones que aparecen en la versión publicada aquí. De todas formas, la singularidad de los artículos reproducidos en estas memorias es que sus autores los consideran material de debate, sujeto a examen y cambio.*

*La Asociación agradece la participación de la excelente nómina de investigadores y espera que éste sea el comienzo de una fecunda tradición de encuentro y amplio diálogo entre quienes de una u otra forma se ocupan del análisis de las políticas, prácticas y teorías que afectan el transcurrir de la economía.*

*SantaFé de Bogotá, enero de 1994.*

# LA INDEPENDENCIA DEL BANCO CENTRAL Y EL CONTROL DE LA INFLACION: EL CASO COLOMBIANO

Roberto Junguito\*

## I. INTRODUCCION

El presente informe tiene como objetivo analizar el grado formal y efectivo de independencia del Banco de la República, a la luz de la Reforma Constitucional y de la Ley 31, y su impacto potencial en el control de la inflación. Para tal efecto, se parte de la literatura económica reciente, fundamentada principalmente en trabajos de Cukierman et.al. [1990, 1992, 1993], en la cual se formaliza el análisis del tema y se hacen comparaciones internacionales.

La hipótesis central en dichas investigaciones es que una mayor independencia de los bancos centrales es conducente a menores niveles de inflación. Se presume, en términos teóricos, que una mayor independencia permite fijar la estabilidad de precios por encima de otros objetivos macroeconómicos y desarrollar políticas macroeconómicas consistentes con dicho objetivo. Más aún, la independencia del Banco Central se relaciona con la independencia de influencia política y, por tanto, con la manera de evitar la búsqueda de objetivos a corto plazo o diferentes y conflictivos con el control de la inflación.

Los resultados obtenidos a nivel internacional confirman la hipótesis del impacto positivo de la independencia para el control de la inflación. Para desarrollarlos y confirmarlos, en los trabajos en referencia, resultó necesario adentrarse en mediciones objetivas del grado de independencia y correlacionarlas con el

---

\* Director, Miembro de la Junta Directiva Banco de la República. Mesa de Trabajo asociación Bancaria. Noviembre 17, 1993. Se agradece la colaboración de Arturo Galindo, economista del DIE del Banco de la República.

comportamiento de las economías. Dentro de dicho contexto, en este informe se analiza la situación colombiana y se discute, en términos cuantitativos y cualitativos, la situación actual del Banco de la República y las perspectivas de que el reciente cambio institucional desemboque, efectivamente, en una reducción continuada de la inflación en el mediano plazo.

## II. LAS MEDICIONES DE INDEPENDENCIA

### A. La independencia formal

La manera más elemental y directa de medir la independencia es analizar su contexto legal. En los trabajos citados de Cukierman et.al, se plantean los aspectos legales (ver cuadro 1) que permiten hacer comparaciones internacionales. En primer término, se establecen las condiciones legales sobre nombramiento, término de permanencia y provisiones sobre despido y compromiso de exclusividad de trabajo del gerente o gobernador del banco. Un segundo conjunto de variables se refieren a la formulación de políticas y, en particular, a la entidad que efectivamente establece la política monetaria; la manera como la ley dispone la resolución de conflictos entre el banco y el gobierno y el papel que la ley otorga al Banco Central en el campo de la formulación del presupuesto nacional. En tercer lugar, se toman en cuenta las disposiciones legales relacionadas con los objetivos del banco, dando una mayor calificación en términos de independencia al grado en el cual la meta de inflación es la única o principal. Por último, se formulan un conjunto de preguntas relacionadas con las disposiciones legales para extender crédito al gobierno y las condiciones institucionales y financieras respectivas.

Con base en las respuestas a dicho cuestionario para el período 1980-89 y luego de un proceso de agregación y ponderación de las mismas, el informe de Cukierman, Webb y Neyapti [1992] establece un ranking de países. En el grupo de países desarrollados aparecen como los bancos más independientes del mundo, en su orden, los de Alemania, Suiza, Austria, Dinamarca y Estados Unidos. En cuanto al grupo de los países en desarrollo, los primeros en figurar son Grecia, Egipto, Costa Rica, Chile y Turquía. Por su parte, Colombia aparece en el puesto 36 entre 50 países en desarrollo. De los resultados descritos, tal vez el punto más importante de destacar es que sólo para el grupo de los países desarrollados se encuentra una correlación positiva entre el grado de independencia y la inflación. Por lo demás, para los países en desarrollo se concluye que el grado de independencia formal no es el indicador más pertinente. De hecho, se encuentran casos como Nicaragua, Honduras y Argentina con inflaciones históricas de más del 100 por ciento anual y bancos centrales con altísimo grado de independencia formal.

Dentro del contexto anterior, es interesante analizar lo sucedido en Colombia en términos de independencia formal legal a raíz de la Reforma Constitucional y la Ley 31 de 1992 relativa al Banco de la República. Para tal efecto, se solicitó a la secretaría de la Junta Directiva responder al cuestionario de Cukierman et. al.

**CUADRO 1**  
**VARIABLES PARA DETERMINAR LA INDEPENDENCIA LEGAL DEL BANCO CENTRAL**

Número de la variable	Descripción	Peso	Código Numérico
1	<b>Gerente</b>	0.20	
	<b>a. Duración del período</b>		
	Más de 8 años		1.00
	De 6 a 8 años		0.75
	5 años		0.50
	4 años		0.25 *
	Menos de 4 años, o a discreción de quien lo elige		0.00
	<b>b. Quién elige al gerente?</b>		
	Junta directiva del banco central		1.00 *
	Un consejo compuesto por la junta directiva del banco central y miembros de las ramas ejecutivas y legislativas		0.75
	La ley		0.50
	El ejecutivo de manera colectiva (ej. Consejo de ministros)		0.25
	Uno o dos miembros de la rama ejecutiva		0.00
	<b>c. Destitución</b>		
	No hay provisión para destitución		1.00
	Por razones no relacionadas con la política		0.83 *
	A discreción de la junta directiva		0.67
	A discreción de la ley		0.50
	Destitución incondicional posibilitada por la ley		0.33
	A discreción del ejecutivo		0.17
	Destitución incondicional posibilitada por el ejecutivo		0.00
	<b>d. Puede el gerente ejercer otros cargos públicos?</b>		
	No		1.00 *
	Con autorización del ejecutivo		0.50
	No hay ninguna regla en torno a ello		0.00
2	<b>Formulación de la política</b>	0.15	
	<b>a. Quién formula la política monetaria?</b>		
	Únicamente el banco central		1.00 *
	El banco participa pero tiene poca influencia		0.67
	El banco asesora al gobierno		0.33
	El banco no interviene		0.00
	<b>b. Quién tiene la última palabra en la resolución de un conflicto?</b>		
	El banco en aspectos claramente definidos por la ley como sus objetivos		1.00
	El gobierno en aspectos que no han sido claramente definidos como objetivos del banco, o en caso de conflicto dentro del mismo banco		0.80 *
	Un consejo del banco central, la rama ejecutiva y la legislativa		0.60
	La legislatura en aspectos de política		0.40
	La rama ejecutiva en aspectos de política, sujeto a la posible protesta del banco central		0.20
	La rama ejecutiva tiene una prioridad incondicional		0.00
	<b>c. Papel en la asignación del presupuesto del gobierno</b>		
	Banco central activo		1.00
	Banco central no tiene influencia		0.00 *

**CUADRO 1  
CONTINUACION**

3	<b>Objetivos</b>	0.15	
	La estabilidad de precios es el principal y único objetivo en la cartera, y el banco central tiene la última palabra en caso de conflicto con otras políticas gubernamentales		1
	La estabilidad de precios es el único objetivo		0.8 *
	La estabilidad de precios es un objetivo entre otros compatibles como la estabilidad del sistema bancario		0.6
	La estabilidad de precios es un objetivo entre otros potencialmente incompatibles como el pleno empleo		0.4
	No hay objetivos definidos		0.2
	Los objetivos no incluyen la estabilidad de precios		0
4	<b>Limitaciones en otorgar crédito al gobierno</b>		
	<b>a. Avances</b>	0.15	
	No están permitidos		1
	Permitidos pero con límites estrictos		0.67
	Permitidos con límites flexibles		0.33
	No hay restricciones legales a los préstamos		0 *
	<b>b. Préstamos garantizados por un título valor</b>	0.1	
	No están permitidos		1
	Permitidos pero con límites estrictos		0.67
	Permitidos con límites flexibles		0.33
	No hay restricciones legales a los préstamos		0 *
	<b>c. Términos de los préstamos (Maduración, interés, montos)</b>	0.1	
	Controlados por el banco		1 *
	Especificados por la cartera del banco		0.67
	Acordados entre el banco central y el ejecutivo		0.33
	Decididos por el ejecutivo		0
	<b>d. Prestatarios potenciales del banco</b>	0.05	
	El gobierno central únicamente		1 *
	Todos los establecimientos del orden nacional		0.67
	Los mencionados y las empresas públicas		0.33
	Los sectores público y privado		0
	<b>e. Límites a los préstamos del banco definidos en:</b>	0.025	
	Cantidad de dinero		1.00 *
	Participación del banco central en acciones		0.67
	Participación en los ingresos del gobierno		0.33
	Participación en los gastos del gobierno		0.00
	<b>f. Maduración de los préstamos</b>	0.025	
	6 meses		1.00
	1 año		0.67
	Más de 1 año		0.33
	No se encuentra establecido en la ley		0.00 *
	<b>g. Tasas de interés a los préstamos deben ser:</b>	0.025	
	Superiores a las tasas mínimas		1.00
	Iguales a las tasas del mercado		0.75
	Inferiores a las tasas máximas		0.50
	No está mencionado en la ley		0.25 *
	No hay interés para los préstamos al gobierno		0.00
	<b>h. Prohibición al banco central para comprar o vender papeles del gobierno en el mercado primario</b>	0.025	
	Si		1.00
	No		0 *
	<b>INDICE OBTENIDO</b>		<b>0.54525</b>

El asterisco indica la respuesta de la secretaría del Banco de la República

(véanse los ítems con estrellas que aparecen en el cuadro 1) y se ponderaron las respuestas según la metodología allí señalada. Los resultados así obtenidos indicarían que el índice de independencia de Colombia sería de 0.55 frente a 0.27 identificado por los autores para el período 1980-89. Bajo el supuesto de que el grado de independencia de los otros países no hubiese registrado cambios tan significativos como Colombia (Chile podría ser la excepción) se identificaría que estaría localizada como el cuarto país del mundo según la clasificación de independencia formal y sería el primero, junto con Grecia, entre los países en desarrollo. En las secciones posteriores se reseñan los resultados de otras mediciones de independencia y se hacen los cálculos pertinentes para Colombia. La última sección del trabajo evalúa en qué medida, en el caso colombiano, la independencia formal puede traducirse en control real a la inflación.

## **B. Independencia y estabilidad de la dirección**

En la literatura económica se argumenta que un buen "proxy" para medir la independencia del Banco Central es la estabilidad que han tenido sus gerentes o gobernadores. El criterio básico es que un bajo período de permanencia y, en general, cambios de gerencia que coinciden con cambios de Ministros de Hacienda, son indicativos de baja independencia y de influencia política sobre la política monetaria y la estabilización.

Los estudios de Cukierman et.al. clasifican los países según el período de rotación de los gerentes de los bancos centrales en el período 1980-89. Los resultados indican que los períodos de rotación efectiva han sido superiores en los países desarrollados (mínimo de 5 años) que en los países en desarrollo (i.e. por lo general menos de 6 años y, típicamente, menos de 5). Por lo demás, el resultado más significativo es que al correlacionar el período de rotación con la inflación registrada, se identifica que éste es para los países en desarrollo, efectivamente, un mejor indicador de independencia que el relativo al índice de independencia formal o legal.

En cuanto al caso colombiano, es interesante destacar que para el período 1980-1989 éste ocupó el vigésimo lugar entre 50 países en desarrollo, al haber registrado un período de rotación de 5 años en promedio. Es interesante destacar que tal período de rotación observado, es superior al administrativo o presidencial. Asimismo, cabe anotar que los cambios sucedidos en el pasado, salvo una o dos excepciones, no coincidieron con el cambio de gobierno.

Para terminar, debe señalarse que bajo la nueva legislación, y tal como se traduce en las respuestas sobre el tema en el cuadro 1, el nombramiento de gerente lo realiza hoy la junta por mayoría (y no el gobierno); el período es de 4 años prorrogables hasta 12; el gerente no puede ser despedido sino por razones de violación de obligaciones y no por opiniones de política.

### C. Medidas de independencia efectiva

Una tercera forma utilizada por Cukierman et.al. para medir la independencia de los bancos centrales consistió en la tabulación de un cuestionario dirigido a funcionarios especializados de los diversos bancos, para precisar la forma en que efectivamente se desarrollan las políticas y derivar de allí un nuevo indicador de independencia. Tal como se señala en el cuadro 2, el grupo de siete preguntas incluye los siguientes temas: el grado en que coincide (se contraponen) el término de nombramiento del gerente con el presidencial; las limitaciones que en la práctica existen al otorgamiento de crédito al gobierno; la evidencia sobre la forma en que se resuelven conflictos entre el gobierno y el banco; la manera como se fija el presupuesto del Banco Central; la forma de determinación de los salarios de los altos ejecutivos del banco; la existencia y grado de cumplimiento de metas monetarias; la existencia formal o informal de metas de tasas de interés; la prioridad asignada efectivamente a la estabilidad de precios, y, el papel del Banco Central como banco de desarrollo o de fomento.

Los resultados internacionales obtenidos por los autores en referencia, indican que Alemania es el país con una banca central más independiente obteniendo el índice máximo posible (1.0), mientras que al otro extremo se encuentran países como Perú (.22), Yugoslavia (.17) y Etiopía (.13). Dicho cuestionario, desafortunadamente, no incluyó a Colombia. Como parte de este informe, el formulario fue sometido a diez expertos del Banco de la República. Los resultados indican que el índice colombiano bajo el régimen vigente sería del orden de (.70), lo que colocaría a Colombia (véase cuadro 3) entre el 20 por ciento más independiente en el ranking de los países desarrollados y en desarrollo incluidos en la muestra de Cukierman et.al., aunque inferior al obtenido bajo el criterio de independencia legal o formal.

Es importante destacar los motivos por los cuales no se obtiene en Colombia un grado efectivo más alto de independencia del Banco Central. Según se aprecia en los resultados de la encuesta reportada en el cuadro 4, se reconoce que, en la práctica, en Colombia existe una limitación estricta de extender crédito al gobierno; se clasifican apenas como medianos los aspectos institucionales relacionados con la sobreposición del período del gerente, la independencia financiera del Banco y la autonomía para fijar salarios. Se valora el hecho de que el Banco haya disminuido su carácter de banco de fomento por la intermediación de recursos externos y por las pérdidas en que se ha incurrido con éstas.

Desde el punto de vista económico, el resultado más interesante es la regular calificación que se le da al cumplimiento de las metas monetarias y el valor de cero que se otorga por el hecho de que en Colombia se está buscando simultáneamente una meta de tasa de interés que, por lo demás, es conocida públicamente. Los resultados de Colombia también castigan las respuestas relacionadas con la prioridad efectiva que se le da al control de la inflación, ya que se considera que las autoridades dan importancia efectiva también a la estabilidad de la tasa real de cambio. Finalmente, cabe anotar

**CUADRO 2**  
**VARIABLES DEL CUESTIONARIO, PESO Y CODIGOS NUMERICOS**

Número de la Variable	Descripción	Peso	Código Numérico
1	<b>Translape del período del Gerente del Banco Central con el de las autoridades políticas:</b>	0.1	
	Poco translape		1
	Algún translape		0.5
	Translape considerable		0
2	<b>Limitaciones en la práctica al otorgamiento de crédito al gobierno:</b>	0.2	
	Estricto		1
	Moderadamente Estricto		0.66
	Moderadamente Flexible		0.33
	Flexible o Inexistente		0
3	<b>Resolución de conflictos:</b>	0.1	
	Algunos casos claros de resolución en favor del banco		1
	Resolución en favor del gobierno en todos los casos		0
	Otras alternativas		0.5
4	<b>Independencia financiera:</b>	0.1	
	<b>a. Determinación del presupuesto del banco central:</b>		
	Por parte del banco		1
	Entre el banco, el ejecutivo o el legislativo		0.5
	El ejecutivo o el legislativo		0
	<b>b. Determinación de salarios de altos funcionarios:</b>		
	Fijados por el banco o por la ley		1
Fijados entre el banco, el ejecutivo o el legislativo	0.5		
	Fijados por el ejecutivo o el legislativo		0
5	<b>Objetivos intermedios de política:</b>	0.15	
	<b>a. Stocks cuantitativos de dinero como objetivo:</b>		
	Existe esta meta; alta adherencia		1.00
	Existe esta meta; adherencia media		0.66
	Existe esta meta; poca adherencia		0.33
	El stock no es una meta		0.00
	<b>b. Objetivos formales o informales de tasas de interés:</b>		
No	1.00		
Si	0.00		
6	<b>Prioridad que se le da actualmente a la estabilización de precios:</b>	0.15	
	Primera prioridad		1.00
	Primera prioridad asignada a mantener un tipo de cambio fijo		0.66
	Precios y estabilidad de la tasa de cambio están entre los objetivos, pero no son prioritarios		0.33
	No se mencionan los precios o la tasa de cambio como objetivos		0.00
7	<b>Función como banco de fomento, otorgando créditos a tasas subsidiadas:</b>	0.20	
	No		1.00
	En algunos casos		0.66
	Si		0.33
	El banco se encuentra altamente involucrado en otorgar créditos a tasas subsidiadas		0.00

## CUADRO 3

## CLASIFICACION DE BANCOS CENTRALES SEGUN ENCUESTA DE INDEPENDENCIA REAL

País	Indice	Inflación Anual Promedio (1980- 89)
Alemania	1.00	3
Costa Rica	0.81	23
Finlandia	0.78	7
Austria	0.76	8
Italia	0.73	11
Dinamarca	0.73	7
Bahamas	0.71	6
COLOMBIA	0.70	22
Luxemburgo	0.66	5
Francia	0.65	7
Reino Unido	0.64	7
Sur Africa	0.64	14
Zaire	0.61	45
Líbano	0.59	-
Irlanda	0.57	9
Barbados	0.54	7
Uganda	0.53	72
Uruguay	0.49	45
Bélgica	0.47	5
Turquia	0.44	41
Tanzania	0.38	27
Perú	0.22	108
Yugoslavia	0.17	73
Etiopia	0.13	4

Tomado de: Cukierman, et.al. (1992)

**CUADRO 4**  
**RESPUESTAS AL CUESTIONARIO**

Numero de la Variable	Descripción	Numero de Respuestas
1	<b>Translapo del periodo del Gerente del Banco Central con el de las autoridades políticas:</b> Poco translapo Algún translapo Translapo considerable	5 4 1
2	<b>Limitaciones en la práctica al otorgamiento de crédito al gobierno:</b> Estricto Moderadamente Estricto Moderadamente Flexible Flexible o Inexistente	3 7 0 0
3	<b>Resolución de conflictos:</b> Algunos casos claros de resolución en favor del banco Resolución en favor del gobierno en todos los casos Otras alternativas	4 0 6
4	<b>Independencia financiera:</b> <b>a. Determinación del presupuesto del banco central:</b> Por parte del banco Entre el banco, el ejecutivo o el legislativo El ejecutivo o el legislativo <b>b. Determinación de salarios de altos funcionarios:</b> Fijados por el banco o por la ley Fijados entre el banco, el ejecutivo o el legislativo Fijados por el ejecutivo o el legislativo	4 6 0 4 5 1
5	<b>Objetivos intermedios de política:</b> <b>a. Stocks cuantitativos de dinero como objetivo:</b> Existe esta meta; alta adherencia Existe esta meta; adherencia media Existe esta meta; poca adherencia El stock no es una meta <b>b. Objetivos formales o informales de tasas de interés:</b> No Si	1 7 2 0 0 10
6	<b>Prioridad que se le da actualmente a la estabilización de precios:</b> Primera prioridad Primera prioridad asignada a mantener un tipo de cambio fijo Precios y estabilidad de la tasa de cambio están entre los objetivos, pero no son prioritarios No se mencionan los precios o la tasa de cambio como objetivos	5 2 3 0
7	<b>Función como banco de fomento, otorgando créditos a tasas subsidiadas:</b> No Si El banco se encuentra altamente involucrado en otorgar créditos a tasas subsidiadas	7 0 0
	<b>INDICE OBTENIDO :</b>	<b>0.696</b>

que se indentifica una disparidad de criterios en cuanto a la forma y dirección en que se resuelven los conflictos entre el banco y el gobierno, tema que se profundiza más adelante.

### III. BARRERAS PARA EL LOGRO DE INDEPENDENCIA EFECTIVA

Los resultados de la sección anterior señalan un leve contraste entre el grado de independencia formal o legal obtenido en Colombia a raíz del cambio constitucional, y que colocan al Banco de la República como uno de los cinco bancos más independientes del mundo, y la independencia real cuantificada con base en un índice que surge de respuestas a un cuestionario tendiente a precisar la forma como se adoptan efectivamente las políticas y bajo el cual el Banco de la República tendría una independencia destacada aunque inferior a la obtenida bajo el criterio puramente legal en el contexto internacional. En esta sección se profundiza sobre los aspectos cualitativos que impiden al Banco de la República disponer de una independencia real más cercana a la legal.

#### A. Crédito al gobierno y problemática fiscal

Uno de los temas que determina el grado efectivo de independencia de un banco central es su capacidad de limitar el crédito al gobierno. La experiencia colombiana en esta área, aún con anterioridad a la reforma constitucional y a la actual Ley del Banco, puede catalogarse como relativamente buena en la medida en que el ranking de Colombia en términos de bajos niveles de financiamiento del banco central al gobierno en el período 1975-87 la coloca en posición destacada dentro del ámbito mundial, Leone [1991]<sup>1</sup>/.

Por su parte, en la respuesta al cuestionario se registra también un buen grado de independencia del banco en términos de su capacidad de restringir, en la actualidad, el crédito directo al gobierno. En efecto, podría decirse inclusive que en Colombia el grado de independencia del banco en este aspecto es muy alto, en la medida en que la propia Constitución dispone que para otorgar crédito al gobierno se requiere el voto unánime en el seno de la junta. Esta parece ser una restricción más efectiva, incluso que el establecimiento de topes, ya sea en términos del volumen de recursos líquidos o de pagarés que el banco central pueda adquirir del gobierno, pues en Colombia no se fijan topes explícitos como se establece en otras legislaciones. Tampoco aparece como una restricción el hecho que no se haya dispuesto de manera ex-ante el nivel de las tasas de interés que sería exigible a tal tipo de financiamiento, pues la Ley del Banco hace referencia a la conveniencia de exigir tasas de mercado para todo el financiamiento público.

---

<sup>1</sup> El indicador (Créditos/base Monetaria) Colombia ocupa el puesto 19 entre 22 países en desarrollo y el 32 entre 44 países. En los indicadores (Créditos/Ingresos del Gobierno y Créditos/Gastos) ocupa, respectivamente el 16/22 y 21/44.

El vacío en el caso colombiano se encuentra, más bien, en aspectos cualitativos del crédito al gobierno y, en general, de la política fiscal que no se captan adecuadamente en las preguntas anteriores. Como bien lo plantea Leone [1991], no sólo pueden presentarse vías indirectas de crédito al gobierno, sino que, además, las decisiones fiscales de éste pueden limitar la independencia del banco central dado su impacto en las decisiones monetarias y aún en la propia situación fiscal del Banco. Esto le lleva a concluir que para el logro de una mayor independencia del Banco Central y para conseguir un mayor control de la inflación no es suficiente limitar el crédito al gobierno, sino, además, establecer alguna forma de controlar el crédito neto al mismo.

En términos de vías indirectas de financiamiento al gobierno pueden darse dos ejemplos: La adquisición de títulos del gobierno en el mercado por parte del Banco Central que no tengan una obligación de recompra y que no signifiquen una forma transitoria de dar liquidez al mercado, representaría una forma de crédito y una sustentación del precio de los papeles del gobierno. Asimismo, lo es el permitir que éste repague sus obligaciones con el Banco Emisor con documentos de deuda o que demore o incumpla su reembolso. Este último caso se puede dar en Colombia como consecuencia de la disposición constitucional que tiene el Tesoro Público de reembolsar en efectivo, durante los primeros meses del año, el equivalente de las pérdidas consolidadas del Banco en el año anterior.

En cuanto al impacto del financiamiento externo público sobre la política monetaria y sobre la posición financiera del banco, los problemas se advierten cuando, como resultado de ello, el banco se ve obligado a esterilizar la monetización de los recursos externos. Esto no sólo exige elevar las tasas de interés sino, como sucede en Colombia, realizar pérdidas cuasi-fiscales en el proceso. De igual manera, un déficit fiscal cuantioso, financiado internamente, puede entrar en conflicto con la política monetaria al competir con los recursos necesarios para efectuar Operaciones de Mercado Abierto. En teoría, el Banco de la República estaría en capacidad legal de limitar el crédito al gobierno. Primero, porque la Ley 9a. de 1991 y 31 de 1992 lo autorizaron para establecer topes al crédito externo y, segundo, porque la Ley 31 le da capacidad al Emisor de intervenir sobre las condiciones financieras que deben cumplir los títulos de deuda interna del gobierno. En la sección final sobre coordinación de políticas y resolución de conflictos se observa de nuevo este tema.

## **B. Política monetaria**

Una área en la cual la respuesta al cuestionario tiende a otorgar una calificación intermedia de independencia al Banco de la República, es la de política monetaria. Aunque la Constitución colombiana establece como autoridad monetaria a la Junta del Banco de la República, el desarrollo de las políticas, según se evidencia en el cuestionario, muestra falta de independencia desde dos ángulos diferentes: de un lado, porque no se han cumplido cabalmente las metas monetarias (i.e. se ha permitido permanecer por fuera de los corredores), y segundo, porque simultáneamente han existido metas de tasas de interés, inclusive formales. Si bien el cuestionario no formula la pregunta podría decirse

que en los últimos años, en caso de conflicto, el objetivo de tasas ha predominado sobre las cuantitativas.

De manera más cualitativa y por encima de lo que es el cumplimiento de una "regla monetaria", Swiburne y Castello-Branco [1991] consideran que, en un sentido más amplio, la independencia monetaria de un banco central debe juzgarse en función de si las decisiones monetarias se han podido adelantar de manera independiente de influencias políticas y si el banco central tiene o no total discreción en el diseño y desarrollo de la política monetaria.

En el caso colombiano, es evidente que la política monetaria no se adelanta de forma absolutamente independiente del gobierno en la medida que el Ministro de Hacienda preside la Junta Directiva y funcionarios de ese ministerio, la Tesorería y el Departamento Nacional de Planeación asisten al Comité de Operaciones de Mercado Abierto. No obstante, las reglas convenidas en el seno de la Junta que implican tomar las decisiones por mayoría sí darían la posibilidad de adoptar una política autónoma de la visión del gobierno de turno.

Lo que resulta imposible determinar con las respuestas al cuestionario es en qué medida, el mantenimiento del objetivo de tasas de interés se origina en el temor de que mayores tasas induzcan un mayor flujo de capitales al país, y por ende mayor presión sobre la tasa de cambio o sobre la inflación, o si esta meta explícita refleja la intención de no desestimular el crecimiento económico, así resulte a costa de mayor inflación. A este respecto, es útil mencionar que para Cukierman et.al., entre las causales de menoscabo de independencia por influencia política está precisamente la de "recibir señales de administración acerca del nivel deseable de tasas de interés". En el caso colombiano es conocido que la Junta del Banco ha recibido señales del gobierno sobre la inconveniencia desde el punto de vista del crecimiento económico de elevar las tasas de interés.

### **C. Política cambiaria y prioridad a la meta de inflación**

Desde el punto de vista analítico y de política económica, la sección más interesante del formulario de Cukierman et.al. es, sin duda, la relacionada con la prioridad efectiva otorgada a la meta de inflación y la disyuntiva que plantea el objetivo de sostener la tasa real de cambio. Las respuestas del cuestionario consideran que el control de la inflación no ha sido, efectivamente, el objetivo único de la política, pero sobre esto no se presenta un consenso. Algunos de los expertos consultados consideran que el mantenimiento de la tasa de cambio ha sido el objetivo predominante, mientras que otros juzgan que la estabilidad de precios o de la tasa de cambio figuran entre los objetivos, pero que no son los únicos. Estos resultados revisten especial importancia por cuanto distinguen claramente entre la independencia formal que surge del mandato constitucional de controlar la inflación como objetivo exclusivo y la independencia efectiva juzgada por los expertos en términos de la prioridad que se le dé en la realidad a la estabilización.

Al respecto cabe analizar, en primer término, el objetivo explícito de las autoridades de mantener la tasa real de cambio a un nivel que se juzgó correspondía al equilibrio de mediano plazo. Este objetivo se fijó reiteradamente en los Informes Anuales del gerente y la Junta Directiva al Congreso, Banco de la República [1992-1993]. Por lo demás, se ha buscado instrumentar, principalmente a través del mecanismo de certificados de cambio y su redención por parte del Banco de la República, comprometiéndose el Emisor inclusive a evitar que su descuento en el mercado superase el 12.5% con el fin de asegurar un máximo posible de apreciación cambiaria como interviniente en el mercado. Este tipo de manejo cambiario es especialmente significativo en el caso de Colombia, pues, de manera excepcional en el ámbito internacional, la política cambiaria en nuestro país ha sido delegada al Banco Central y no recae exclusivamente en el gobierno. Además, porque la propia ley dispone que en caso de disputa en el seno de la junta (i.e. entre el gobierno y la mayoría de ésta) la política cambiaria debe orientarse en dirección de lo que resulte más favorable en términos de inflación (i.e. hacia una menor devaluación). Los resultados anotados indican, al menos, que las autoridades no han querido utilizar la tasa de cambio exclusivamente como ancla y como mecanismo principal para controlar la inflación.

#### **D. Las funciones del Banco Central y otras características de independencia**

En el cuestionario se introducen otros dos conjuntos de preguntas, de tipo más bien institucional, dirigidas a identificar la independencia de un banco central. En primer término se interroga sobre la independencia financiera del banco y, en segundo término, sobre sus funciones laterales; específicamente su papel como banco de desarrollo. Las respuestas indican un grado medio de independencia en lo que se refiere a la autonomía del banco frente a sus decisiones presupuestales y un alto (pero no total) grado de independencia en torno a la labor del banco como entidad de desarrollo otorgando crédito a tasas subsidiadas.

Desde el ámbito un poco más cualitativo cabe hacer las siguientes reflexiones: Si bien es cierto que el banco está en capacidad de fijar su propio presupuesto, la realidad es que actualmente no sólo éste, según la ley, debe recibir un concepto previo del gobierno a través del CONFIS sobre su impacto fiscal, sino que, además, las pérdidas del banco deben ser incorporadas al presupuesto nacional y giradas por el gobierno en los primeros meses del siguiente ejercicio fiscal. Esta situación indica, naturalmente, que el presupuesto del banco está sujeto tanto al escrutinio del gobierno, como del Congreso de la República. En dicho sentido, en la Ley del Banco de la República y al igual que en muchos otros países del mundo, el Emisor está en la obligación de presentar informes periódicos al Congreso sobre el desarrollo de las políticas a su cargo y sus implicaciones financieras. En ausencia de un patrimonio autónomo del banco como lo manda la Constitución, que está apenas en proceso de conformación, y en circunstancias en las cuales se ha decidido sustentar la tasa de cambio con consecuencias pérdidas cuasi-fiscales sistemáticas, se podría decir que la autonomía presupuestal resulta inferior a la que reflejan las respuestas al cuestionario.

Con referencia al papel del Emisor como banco de fomento las respuestas al cuestionario transluce una realidad: esta función está perdiendo cada vez más importancia dentro de las actividades del Banco de la República. No sólo desde hace algunos años se eliminaron los subsidios explícitos a las tasas de interés, sino que, además, se han reducido las contrataciones de nuevos créditos externos e inclusive se prepagaron aquellos préstamos que estaban dando pérdidas cambiarias al banco. Aunque, por lo anterior, existe la conciencia de que la banca de desarrollo no es un papel para el Banco Emisor, de todas formas subsisten algunos préstamos e inclusive se contrató recientemente uno para pequeña y mediana industria a instancias del gobierno, lo que indica que el Banco de la República no es todavía totalmente independiente dentro de tal panorama.

## **E. Coordinación de políticas y resolución de conflictos**

La última pregunta del cuestionario que resta por analizar es la relacionada con las formas de solución de conflictos entre el Banco Central y el gobierno. El cuestionario en referencia considera que hay una ausencia total de independencia si las soluciones a los conflictos siempre han favorecido al gobierno. Al otro lado, contempla como indicador de independencia el hecho que se puedan ubicar claramente casos en los cuales la resolución de conflictos ha favorecido la posición del banco. Con calificación intermedia estaría el resto de casos. Los resultados de la encuesta otorgan un grado de independencia considerable al Banco de la República, en términos de su capacidad de resolver a su favor algunos conflictos con el gobierno. El cuarenta por ciento de las entrevistas juzga que se han dado casos claros de conflicto favorables a la posición del Banco Central, en tanto que ninguna respuesta considera que la solución a los conflictos haya sido sistemáticamente favorable al gobierno.

### **1. Soluciones a los conflictos previstos en la ley**

Para profundizar en torno al tema de la solución a los conflictos cabe hacer referencia a dos temas principales: Las provisiones formales que la Constitución y la ley hacen respecto a la manera de solucionar conflictos y la obligación de coordinar la política económica con el gobierno.

En términos de disposiciones explícitas para solucionar conflictos, tal vez, el aspecto más sobresaliente que aparece en la Ley del Banco es el relativo a cómo resolver un "impasse" en caso de presentarse un enfrentamiento en torno al manejo de la tasa de cambio entre el ministro y la junta. Al respecto cabe destacar que, si bien los legisladores (congreso) pretendieron reforzar el qué decir del gobierno en materia cambiaria al exigir el acuerdo con el ministro, de otro lado, se estableció explícitamente que en caso de diferencias de opinión primaria la orientación del manejo cambiario que resultase más consistente con el objetivo de "defender el poder adquisitivo de la moneda". Tal disposición es especialmente

significativa por cuanto representa un reconocimiento explícito que la tasa de cambio puede utilizarse como una ancla para controlar la inflación, como se ha venido discutiendo en la literatura económica reciente (Edwards [1990]) y no simplemente como una herramienta para equilibrar el sector externo de la economía o como mecanismo para estimular el crecimiento económico a través de las exportaciones. En la corta experiencia del Banco de la República como banco central independiente, no sobra agregar, no se ha dado el caso de conflicto sobre el manejo cambiario entre el gobierno (Ministro de Hacienda) y Junta Directiva. Dicha circunstancia se podría dar, sin embargo, en una situación en la cual el gobierno insistiera en adelantar una política fiscal incongruente con la meta de inflación y con el manejo monetario y cambiario.

## **2. Aspectos institucionales**

En el caso colombiano, no obstante, la resolución de los conflictos no resulta tanto de las provisiones de la ley, como de mecanismos institucionales que emanan de la propia Constitución y que comprenden, entre otros, la participación del ministro en la junta en carácter de presidente de ésta, y más importante aún, la obligación explícita para la Junta del Banco de desarrollar sus funciones "en coordinación con la política económica general".

La experiencia internacional (véase cuadro comparativo en anexo), por lo general, indica que los ministros de hacienda no tienen voto en las decisiones ya sea en casos en que son miembros de la junta o en aquéllos en que puedan asistir a ésta. Sólo en los casos de Nueva Zelanda e Inglaterra, por disposición legal explícita, el ministro no puede asistir. Desde tal perspectiva, podría argumentarse que en el caso colombiano se introduce una pérdida de independencia que no se captura en el cuestionario arriba desarrollado. No obstante, puede afirmarse que en el caso colombiano el ministro sólo representa un voto y no tiene veto en las decisiones; además, es el único miembro de la junta que representa al gobierno. A diferencia de muchos otros países aquí no hay otra representación oficial, ni parlamentaria, ni gremial. Los otros miembros de la junta (fuera del ministro y del gerente) son de dedicación exclusiva y si bien en un comienzo fueron nombrados por el presidente, la posible influencia oficial se va extinguiendo en la medida en que en cada administración solo se pueden cambiar dos de ellos. Por lo demás, la presencia del ministro en la junta facilita la solución de los conflictos "en casa" y, en tal circunstancia, las decisiones de la junta son finales y no pueden ser demoradas o modificadas por el gobierno o el Congreso como en algunos otros bancos centrales.

Además de la presencia del ministro en la junta, otros mecanismos institucionales que facilitan la solución de conflictos y la coordinación de la política económica comprenden la presencia del gerente del banco en el Consejo de Política Económica y Social, CONPES y en el Consejo Directivo de Comercio Exterior, así como la obligación que tienen el gerente y la junta del banco de informar al Congreso periódicamente sobre el desarrollo de la política monetaria, cambiaria y crediticia. La representación del gobierno en tales juntas permite al

banco transmitir su opinión sobre el impacto que en los esfuerzos de estabilización tendrían en política fiscal, comercial y salarial adelantada por el gobierno. Por otra parte, respecto a la obligación de informar al Congreso, si bien podría argumentarse que es un canal de influencia política y de pérdida de independencia, debe reconocerse también que es, de otro lado, una vía para transmitir públicamente las metas del banco y el desarrollo de las políticas y, muy especialmente, que da la oportunidad de opinar sobre la política fiscal del gobierno y su forma de financiamiento, dado que en últimas es el Congreso el órgano que aprueba el Presupuesto Nacional.

### **3. La coordinación de la política económica**

Al establecer el Banco de la República como banco central independiente, con el mandato exclusivo de controlar la inflación, los constituyentes quisieron prever que dicha autonomía no resultase conflictiva con la acción gubernamental, al disponer que las funciones del banco deberían desarrollarse "en coordinación con la política económica general".

En Colombia no existe, sin embargo, la posibilidad de que el gobierno impugne las decisiones de la junta (i.e. puede aprobarse una medida inclusive con el voto negativo del ministro en la junta), como de hecho rige en otros países del mundo, pero subsiste en forma general la obligación de la coordinación. Esta obligación debe entenderse, al igual que en el Bundesbank, en el sentido que dicha coordinación debe ejercerse, desde el ámbito del banco, sólo en la medida que resulte compatible con el mandato constitucional de controlar la inflación, pues no sólo dicho criterio se hace explícito en la Ley 31 sino que, además, en ninguna parte de este mandato se supeditan las políticas del banco a la aprobación del Ejecutivo.

Para aterrizar el principio constitucional de la coordinación, en la Ley del Banco se buscó referir la obligación de coordinación de documentos específicos donde se expresara la política económica general del gobierno y, al respecto, se hizo referencia al Programa Macroeconómico adoptado por el CONPES. En la práctica esto ha implicado que el gobierno y el banco efectúen ejercicios académicos donde se puedan identificar las implicaciones tanto en la inflación (meta del banco), como en el crecimiento económico (meta del gobierno) de adelantar, simultáneamente, la política fiscal y comercial enunciadas por el gobierno, en conjunto con la monetaria y cambiaria a cargo del banco.

### **4. Crecimiento y estabilización**

En últimas, la coordinación de la política económica no es, entonces, simplemente lograr entre el banco y el gobierno un acuerdo sobre la combinación de la política monetaria, cambiaria y fiscal que permita lograr la meta de inflación, sino los intereses encontrados sobre las implicaciones que pueda tener la búsqueda

de una meta de inflación dada, con los objetivos de crecimiento y empleo que pretende conseguir el gobierno de turno. Este conflicto dependerá, en últimas, de dos aspectos principales: primero, del grado en que el gobierno quiera dar prioridad efectiva al crecimiento sobre la inflación que es un tema de economía política y, segundo, del verdadero impacto negativo que tenga efectivamente el control de la inflación en el crecimiento, que es un resultado más teórico y empírico.

En cuanto al ámbito de la economía política, cabe simplemente señalar que la literatura reciente en dicho campo argumenta que el control de la inflación depende, en gran medida, de factores políticos y de la forma como la sociedad interprete que éstos puedan incidir sobre las metas y las políticas que el Banco Central se ha fijado para cumplir con los compromisos de estabilización. Algunos modelos de economía política señalan que ciertos tipos de gobierno favorecen el gasto público deficitario con el argumento de estimular el empleo, en tanto que otros prefieren dar prioridad a la inflación. Otros modelos argumentan que el énfasis que una administración da a la inflación depende del ciclo político; esto es, que los gobiernos adoptan políticas diferentes a lo largo del período de la administración (Edwards [1993], Alesina y Sachs [1988]).

En consecuencia, para un banco central cuyo mandato único es el control de la inflación, obviamente resulta mucho menos conflictivo adelantar sus programas cuando la administración y el ministro de turno comparten la importancia de reducir la inflación aun a costa de cierto sacrificio de crecimiento. De igual forma, el Banco Central debe estar atento a evitar que por razones del denominado "ciclo político", normalmente el final de las administraciones, se relaje la política fiscal y la prioridad otorgada a la inflación.

Ahora bien, en torno al conflicto entre crecimiento y control de la inflación cabe destacar que, si bien al nivel teórico éste puede plantearse como válido sobre todo en el corto plazo, en la práctica, la experiencia internacional indica que este conflicto no ha resultado tan evidente. Algunos trabajos recientes (Fischer [1991]), han intentado incorporar a la inflación como determinante del crecimiento económico de mediano plazo identificando una relación negativa entre estas variables. La hipótesis general que llevaría a tal resultado es que el control a la inflación estimula la inversión y lleva a una mejor asignación de los recursos productivos. Dados los argumentos para uno y otro lado, para efectos de este informe podría decirse que muy probablemente la tasa media de crecimiento no se ve afectada significativamente por la independencia del Banco Central, como lo sugieren Swinburne y Castello-Branco [1991], y Alesina [1993].

A la luz de la experiencia internacional no parece lógico, por lo tanto, que en Colombia se generalice el convencimiento de que la nueva independencia del Banco de la República y la ligera apreciación del peso resultante de Cusiana se vayan a reflejar en una sustancial caída del crecimiento económico, como lo planteaba Fedesarrollo [1993] en reciente seminario sobre los impactos de Cusiana. No sólo las nuevas proyecciones de la

economía colombiana indican que la acumulación de reservas no será tan significativa habida cuenta de las tendencias de las importaciones en un marco de liberalización comercial, sino que, como lo ilustra este trabajo, el desarrollo de una política de estabilización sostenida y creíble tenderá por ir eliminando la inercia inflacionaria producto del modelo económico del pasado, de tal suerte que menores ritmos de devaluación nominal no se traduzcan en una apreciación real. Si hay precisamente algo en lo cual se debe reflejar la independencia formal y efectiva del banco es en dar un mensaje claro sobre la credibilidad de su empeño por reducir la inflación.

## CONCLUSIONES

De este trabajo se desprende que, a raíz de la Reforma Constitucional, Colombia adoptó un modelo de banco central que, desde el punto de vista legal o formal, constituye al Banco de la República en uno de los bancos más independientes del mundo. Igualmente, el informe presenta el resultado de una encuesta que, al igual que la realizada por Cukierman et.al., fue formulada a los funcionarios del banco más cercanos al proceso de adopción de las políticas, donde se refleja que dicha independencia formal, a su juicio, tiene un buen grado de efectividad, al punto que desde esta óptica el Banco de la República también figura entre los bancos centrales más independientes del mundo, si bien en un grado menor de lo que es su independencia formal.

La segunda parte del trabajo estuvo orientada a revisar en detalle las barreras para el logro de una mayor independencia efectiva. Se identificó que ésta se lograría en la medida en que el banco incremente su capacidad de conseguir una mayor restricción del endeudamiento público; siempre que el banco de un mayor énfasis al objetivo de controlar la cantidad de dinero que las tasas de interés; evitando que el objetivo de mantener la tasa real de cambio constante se sobreponga a la meta de controlar la inflación; reduciendo las funciones del Banco Central que pueden resultar conflictivas con la estabilización, como es la de actuar como banca de fomento; fortaleciendo la autonomía patrimonial del banco y creando un marco jurídico y constitucional adecuado para resolver los conflictos con el gobierno que evite que éstos sean sistemáticamente favorables al Ejecutivo.

FUNCION Y COMPOSICION DE LAS AREAS DEL BANCO CENTRAL	REPRESENTACION DEL GOBIERNO EN LAS AREAS DEL BANCO CENTRAL	FUNCION DEL BANCO CENTRAL EN POLITICA MONETARIA	RESOLUCION CONFLICTO	MONITORIO DEL BANCO CENTRAL	PRESTAMOS Y ANTICIPOS DEL BANCO CENTRAL AL GOBIERNO	REUNIONES ENTRE EL BANCO CENTRAL Y EL GOBIERNO
Dos de siete miembros de la Junta nombrados por el Ministro de Economía.	Un Ministro es el Comisionado del Banco Real. Actúa como Presidente de la Junta de Representantes y también puede asistir a reuniones de Junta Directiva.	Las responsabilidades del Banco Central de Dinamarca (CBD) son el de mantener un sistema monetario sólido, regular transacciones monetarias y actividades de crédito.		El Comisionado Bancario real supervisa el desempeño del Banco. Sin embargo, tiene poca influencia directa sobre las actividades del Banco.	Prohibidos anticipos al Gobierno pero créditos sujetos a límites relativamente modificables. Banco Central con autoridad para establecer términos en créditos con vencimiento limitado a seis meses. Existe entendimiento entre el Ministro de Finanzas y Banco sobre limitación del financiamiento del déficit público.	Reuniones regulares del Comité Ejecutivo y Ministros de Asuntos Económicos en las que el Primer Ministro también participa. Reuniones especiales en Banco Central del Primer Ministro, Ministro de Finanzas y de Asuntos Económicos (y su Secretario Permanente).
Todos los nombramientos los hace el jefe del Estado en consulta con el Primer Ministro del Gabinete. La Representación regional es importante para la composición de la Junta. Existen comités Ejecutivos para la dirección diaria.	A reuniones de la Jta. asiste un auditor nombrado por el Ministro de Finanzas y Economía generalmente el Director del Tesoro. El representante del Gobierno puede solicitar que una decisión de la Junta sea postpuesta o reconsiderada.	El Banco de Francia (BOP) es agente implementador y asesor, pero no toma decisiones políticas. El Gobierno, a través del Ministro de Economía, determina políticas monetarias. Objetivos establecidos y anunciados por el Gobierno.	Gobierno determina políticas monetarias y el BOP las implementa.	Los reportes anuales del Banco, son presentados al Presidente de Francia. El Ministro y el Director como un todo, son responsables de las políticas monetarias.	No límites legales en anticipos o créditos, pero están sujetos a negociación entre Banco y Gobierno. Existe acuerdo entre Tesorería y Banco, bajo el cual el Banco provee créditos necesarios para solucionar problemas de caja específicos relacionados con el presupuesto gubernamental.	Director del Banco Central y Ministro de Finanzas con sólo uno de sus colaboradores se reúnen dos meses al mes.
El Bundesbank con una Junta dividida en dos partes: Supervisora y Ejecutiva. Miembros elegidos por el Presidente de la República y seleccionados sobre una "calificación profesional especial". La Junta Directiva probablemente es la más independiente de los Bancos Centrales.	Representantes del Gobierno pueden asistir a reuniones de Junta Directiva que se llevan a cabo mensualmente, pero sin derecho a voto. El Ministro o su representante pueden solicitar que una decisión sea aplazada para la próxima reunión.	Bundesbank con responsabilidad estatutaria para determinar políticas monetarias. Obligación de apoyar la política económica general del Gobierno pero sólo las que son compatibles con las funciones del Banco. Bundesbank establece los objetivos de políticas económicas.	No se necesita la aprobación del Gobierno en las políticas del Bundesbank, pero este debe apoyar las políticas económicas del Gobierno.	Bundesbank no está ligado a ninguna rama del Gobierno. Sin embargo, la publicación y logros de fines monetarios permiten un monitoreo público. El Banco publica Reportes Anuales, pero no se presentan al Gobierno ni al Parlamento.	Se permiten anticipos y préstamos al Gobierno pero bajo límites estrictos. Banco Central con autoridad legal de establecer términos de créditos. Estos tienen un vencimiento máximo de seis meses. El Banco otorga garantía a créditos directos a agencias públicas sólo por breves períodos para cubrir déficits de corto plazo.	La ley establece que el Gobierno puede consultar al Director del Bundesbank para participar en reuniones de Gabinete pertinentes de políticas monetarias, las cuales ocurren frecuentemente.

FUNCION Y COMPOSICION DE LAS ARBAS DEL BANCO CENTRAL	REPRESENTACION DEL GOBIERNO EN LAS ARBAS DEL BANCO CENTRAL	FUNCION DEL BANCO CENTRAL EN POLITICA MONETARIA	RESOLUCION CONFLICTO	MONITORIO DEL BANCO CENTRAL	PRESTAMOS Y ANTICIPOS DEL BANCO CENTRAL AL GOBIERNO	REUNIONES ENTRE EL BANCO CENTRAL Y EL GOBIERNO
El Director es elegido por la Rama Ejecutiva.	Funcionario del gobierno, designado por él puede asistir a las reuniones de Junta del Banco Central y tomar parte en las deliberaciones.	Administración de moneda y mantenimiento de estabilidad monetaria y el empleo total tomado como metas.	Autoridad incondicional de la Rama Ejecutiva sobre políticas, y poder de la Junta para definir las directrices del Banco Central. El Gobierno puede decirle al Banco, cuales son las directrices, si es considerado necesario para el interés público, después de consultar con el Director.	Audidores del Banco designados por Gobierno pueden declarar que la Junta sea suspendida si creen que el Banco Central falló en obligaciones. Así la dirección de asuntos bancarios se confía a la agencia escogida por Gobierno. Esta acción debe ser considerada antes por parlamento.	Anticipos sujetos a límites ajustables. No hay límites legales sobre préstamos pero los términos si lo son. Banco Central con autoridad legal para establecer los términos. Reintegros de la deuda que no excedan 18 meses desde la fecha del préstamo o anticipo.	Reuniones regulares sostenidas entre altos funcionarios del Banco y el Ministerio.
Existe un comité Ejecutivo para la dirección diaria. Representación sectorial y regional importantes para la composición de la Jta. No hay nombramientos que estén fuera del Gobierno.	Representantes del Ministerio de Finanzas y de la Agencia de Planeación Económica participan en reuniones de Junta Política pero sin voto. Una mayor parte del trabajo representativo es conectado con el Banco.	Amplios poderes para formular y operar políticas monetarias. Existe amplia cooperación con el Ministerio de Finanzas. El Ministro tiene su poder directivo.	El Banco del Japón constitucionalmente subordinado al Ministerio de Finanzas.	Banco del Japón bajo supervisión del Ministro y éste reporta anualmente a través del Parlamento.	No hay límites legales sobre anticipos o créditos, pero éstos están sujetos a negociación entre el Banco Central y el Gobierno. No hay límites legales sobre el vencimiento de préstamos.	Reuniones regulares sostenidas entre altos funcionarios del Banco y el Ministerio.
Los siete miembros de la Junta son nombrados por el Presidente.	Secretario permanente de la Tesorería es un miembro de la Junta y tiene el derecho de suspender un voto por la Junta.	Ayuda al desarrollo y mantenimiento de los sistemas monetarios, crediticios y bancarios. Participa en la determinación y dirección de políticas monetarias. La estabilidad de precios y el empleo total son objetivos del Banco.	Rama Ejecutiva tiene autoridad final sobre la política, pero condicionada a propuesta del Banco Central.	El Banco utiliza objetivos de políticas monetarias los cuales se hacen públicos.	El Banco Central establece fines monetarios para el período inmediato que usualmente es de un año. Anticipos directos para el Gobierno nunca pueden exceder el 25% del ingreso total recomendado para el Gobierno. Términos de préstamos negociados entre el Banco Central y el Gobierno con un vencimiento máximo de un año.	

* P *	FUNCION Y COMPOSICION	* REPRESENTACION DEL	* FUNCION DEL BANCO CENTRAL	* RESOLUCION	* MONITORIO DEL	* PRESTAMOS Y	* REUNIONES ENTRE EL BANCO
* A *	DE LAS ARRAS DEL	* GOBIERNO EN LAS ARRAS	* EN POLITICAS MONETARIAS	* CONFLICTO	* BANCO CENTRAL	* ANTICIPOS DEL	* CENTRAL Y EL GOBIERNO
* I *	BANCO CENTRAL	* DEL BANCO CENTRAL				* BANCO CENTRAL	
* S *						* AL GOBIERNO	
* D	Director nombrado por un	* Existe una Junta de Audi-	* Colaboración con el Go-	* Las acciones del	* Junta de Auditores nombra-	* El Gobierno	
* P	Consejo de Ministros sobre	* tores.	* bierno en el diseño e im-	* Director y de la	* da por el Ministro de Fi-	* tiene acceso	
* O	una propuesta del Ministro	* A las reuniones de Junta	* plementación de políticas	* Junta, en ejerci-	* nanzas. Esta Junta monito-	* a las cuentas	
* R	de Finanzas. Tres de cuatro	* Directiva debe asistir	* monetarias y financieras.	* cio de poderes de-	* rea el desempeño del Ban-	* de crédito sin	
* Y	directivos de la Junta non-	* por lo menos un miembro	* Lleva a cabo políticas mo-	* legados, pueden	* co y el cumplimiento de	* intereses cargo	
* U	brados por este Ministro.	* de la Junta de Auditores.	* netarias en concordancia	* ser apelados en	* leyes y regulaciones.	* en el Banco	
* G	Aconseja al Director en te-	* pero sin capacidad de	* con las políticas del Go-	* la Corte en forma		* Central.	
* A	mas monetarios, financieros	* voto.	* bierno.	* estipulado por la			
* L	y cambiarlos.			* Ley.			
* M	nombramiento del Director	* Existe un intercambio de	* Banco Central tiene res-	* El Gobierno tiene	* Debe mantener al Gobierno		
* S	por uno o dos miembros de	* funcionarios entre el	* ponsabilidad según los	* completa autori-	* informado sobre sus polí-		
* U	la Rama Ejecutiva, por ejem-	* Ministerio y el Banco.	* estatutos de promover	* dad sobre el Ban-	* ticas. Director respon-		
* R	plo el Primer Ministro o el		* el bienestar del país y	* co Central.	* sable ante el Parlamento		
* M	Ministro de Finanzas.		* las políticas del Gobier-		* donde son tratados los es-		
* A			* no.		* tados financieros. El		
* P					* Director también puede		
* R					* ser examinado por una Co-		
* I					* misión de Investigación		
* C					* de asuntos financieros (la		
* A					* cual es nombrada por el		
					* Presidente de Estado).		
* D	Director y subdirector	* Intercambio de funciona-	* Banco Central con capaci-	* Las medidas son	* Ministro de Finanzas es	* Anticipos al	
* S	nombrados por la Corona,	* rios entre el Banco Cen-	* dad Asesora en la formu-	* sometidas a la	* diréctamente responsable	* Gobierno no	
	están sometidos al Gobierno.	* tral y la Tesorería.	* lación de políticas mone-	* aprobación del Mi-	* por la dirección de las	* pueden exceder	
* R	Sets de siete miembros del		* tarias y es responsable	* nistro de Economía	* políticas monetarias.	* el 12% de los	
* S	Consejo General son nombrados		* de su implementación.	* o la Rama Ejecuti-	* Las políticas monetarias	* gastos autori-	
* P	por el Gobierno, y el sépti-		* Tiene obligación según	* va tiene autoridad	* son publicadas. Las cuen-	* zados al Gobier-	
* A	no es elegido por Staff del		* estatutos generales de	* incondicional so-	* tas publicadas del Banco	* no. Han son	
* B	Banco de España. El Consejo		* promover el bienestar del	* bre las políticas.	* Central tienen que ser	* facilidades de	
* A	también incluye un Adminis-		* país y las políticas del		* aprobadas por el Ministro.	* corto plazo.	
	trador General del Banco y		* Gobierno.			* Los reintegros	
	dos funcionarios no votan-					* son hecho dentro	
	tes.					* del mismo año	
						* fiscal. La Rama	
						* Ejecutiva deter-	
						* mina los términos	
						* de los créditos	
						* con límites so-	
						* metidos a nego-	
						* ciación.	





P A I S	FUNCION Y COMPOSICION DEL BANCO CENTRAL	REPRESENTACION DEL GOBIERNO EN LA ESTRUCTURA DEL BANCO CENTRAL	PAPEL DEL BANCO CENTRAL EN POLITICA MONETARIA	RESOLUCION DE LOS CONFLICTOS	EL PAPEL EN EL MONITOREO DEL BANCO CENTRAL	CREDITOS Y ANTICIPOS DEL B. CTAL AL GOBIERNO	REUNIONES ENTRE EL BANCO CENTRAL Y EL GOBIERNO
A D S T R A L I A	Director y Subdirector del Banco Central son Presidente de la Junta y delegado del Presidente de la Junta respectivamente. Existe la posibilidad de establecer una Comision Ejecutiva, pero no ha sido necesaria.	La ley permite que un maximo de 2 miembros sean representantes del gobierno o representante de sectores civiles. La secretaria de la Tesoreria de la nacion es un miembro activo.	Son objetivos del Banco Central : La estabilidad de la moneda, mantenimiento de un empleo total, la prosperidad economica y el bienestar de la gente.	Para temas no resueltos en negociacion entre Tesoreria y Banco Central, la Jta. Dir. provee un concepto a Tesoreria. Los informes de gobierno y Jta. son necesarios para ser discutidos en el parlamento. El Ministro hace recomendaciones al Director Gral. quien decide el asunto.	Director Gral toma decisiones financieras cuando no hay acuerdo entre Tesoreria y Banco. Asi. el gobierno asume la responsabilidad final por la decision tomada.	Anticipos sometidos a limites. Prestamos sometidos a negociacion, pero no hay limite legal en cuanto a monto. Pero tienen un vencimiento maximo de un año.	Director del Banco Central informa al Tesorero de la nacion despues de las reuniones mensuales con la Jta Dir. La ley requiere que el gobierno sea regularmente informado por el Banco sobre sus politicas monetarias y bancarias.
C A B A D A	La ley exige que los miembros de la Junta representen ocupaciones diversas y sean representativos de varias regiones.	El gobierno es representado en la Junta Directiva del Banco por personas civiles. El delegado del Ministro de Finanzas es un ex-funcionario miembro de la Junta pero sin voto. Sin embargo, tiene bastante influencia	Por ley, el gobierno y el Banco Central deben mantener estrecha relacion para la determinacion de politicas monetarias. La ley obliga al Banco Central a estipular consultas con el gobierno sobre las politicas.	El Ministro de Finanzas despues de consultar con el Director del Banco Central, y con la aceptacion del gobierno, puede promulgar directrices sobre politica monetaria que son validas por un periodo limitado. Se hacen publicos y dadas a conocer al parlamento.	Miembros del Banco tienen que comparecer ante el Parlamento.	Anticipos y creditos relativamente modificables. Los limites sobre creditos directos al Gobierno son un tercio de la renta del presupuesto estimado. Prestamos tienen un vencimiento maximo de un año.	Consultas regulares entre Ministro y Director En la practica ocurren una vez a la semana. Unas pocas veces al año, el Ministro de Finanzas y Director se reúnen para informar al primer ministro la situacion economica.
C H I L E	Cinco miembros de la Junta nombrados por el Presidente de la Republica (con aprobacion del Senado) El Presidente de la Junta es elegido por los cinco miembros.	El ministro de Finanzas puede asistir a reuniones de la Junta sin el derecho de voto. El Ministro en una reunion puede sugerir la adopcion de decisiones especificas y pedir a la Junta referirse a ellas en la siguiente sesion. El ministro tiene derecho para suspender la aplicacion de decisiones por un periodo que no exceda de 2 semanas a menos que todos los miembros insistan sobre estas aplicaciones.	Velar por la estabilidad de moneda y normal ejecucion de pagos domésticos e internacionales. Poder de regular la cantidad de dinero y crédito en circulacion, ejecutar intercambio internacional y operaciones de crédito. Informar al presidente sobre todos los asuntos pertinentes a sus funciones. En la practica el Banco Central establece sus propias metas de politica pero al adoptar decisiones la Junta Directiva tiene en cuenta los lineamientos generales del gobierno.	Coordinacion de politicas monetarias obtenidas a traves de la presencia del Ministro de Finanzas en las reuniones de la Junta Directiva.	Director obligado a reportar al Presidente de la Republica y al Senado sobre politicas generales y las normas adoptadas por el Banco Central. El Banco este es una institucion independiente de rango constitucional y no tiene que reportar al Ministerio de Finanzas.	En ningun caso podra el gasto publico ser financiados directa o indirectamente, a traves de creditos del Banco Central.	

---

## BIBLIOGRAFIA

-Alesina, A. and Sachs, J. "Political Parties and the Business Cycle in the United States, 1948-1984", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 20, No. 1 (febrero, 1988).

-Alesina, A. y Summers L. "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 25, No. 2 (mayo, 1993).

-Cukierman, A. "The Measurement of Central Bank Independence", *Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence*, MIT Press. 1992.

-Cukierman, A.; Webb, S. and Neyapti, G. "Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes", *The World Bank Economic Review*, IBRD, Vol. 6, No. 3 (1992).

-Cukierman, A. "Central Bank Independence, Political Influence and Macroeconomic Performance: A survey of Recent Developments", *Cuadernos de Economía*, diciembre, 1993 (próximo a publicarse).

-Edwards, S. "Exchange Rates in Developing Countries: Reflections on Nominal Anchors", *University of California, Los Angeles*, septiembre, 1991.

-Edwards, S. "Trade Policy, Exchange Rates and Growth" *Stabilization, Economic Reform and Growth Conference*, NBER-idb, Washington, diciembre, 1992

.-Fischer, S. "The Effects of Inflation on Growth: Some International Evidence", *ICEG*, Occasional Paper 27, ICS Press, San Francisco, 1993.

-Leone, A. "Effectiveness and Implications of Limits on Central Bank Credit to the Government", *The Evolving Role of Central Banks*, Central Banking Department, International Monetary Fund, Washington, 1991.

-Lora, E., Perry, G. y Barrera F. "La política macroeconómica frente a Cusiana", *Seminario Internacional sobre Cusiana*, DNP-IBRD, julio, de 1993.

-Swinburne, M. and Castello-Branco, M. "Central Bank Independence and Central Bank Functions", *The Evolving Role of Central Banks*, op. cit., IMF, 1991.

# Comentario

Antonio Urdinola\*

**M**uchos de los temas que plantea el doctor Junguito en su presentación, son inobjectables si se acepta:

1. Que el control de la inflación debe ser la meta prioritaria de la política económica.
2. Que ese control se obtiene más fácilmente con un Banco Central independiente, tanto en lo formal como en lo efectivo.
3. Que el Banco de la República tiene en este momento una mayor autonomía legal que real y de allí se desprende que los esfuerzos deben estar encaminados a orientar la independencia efectiva del Banco hasta nivelarla más con su independencia formal.

Cordialmente discrepo de todo lo anterior. En primer lugar, nadie ha podido demostrar aún que existe una relación entre el nivel absoluto de la inflación como tal y el crecimiento económico. Se ha demostrado que hay relación entre las variaciones de la tasa de inflación y el crecimiento económico; un país muy errático en sus niveles de inflación crea todo tipo de incertidumbres en la prospectación económica, en las decisiones de inversión y está más que demostrado en la lectura econométrica, que países con ritmos muy fluctuantes de inflación, tienden a pagarlo con ritmos de crecimiento también erráticos, pero de ninguna manera está demostrado que cuando un país tiene unas tasas de inflación relativamente estables en un rango estrecho, como es el caso colombiano, esa situación afecta desfavorablemente el crecimiento económico.

---

\* Asesor Especial del Secretario Ejecutivo - CEPAL.

En un país pobre, como Colombia, con todo respeto yo coloco por encima al crecimiento económico y al empleo sobre la inflación. En el caso de Alemania, por ejemplo, acepto que cuando se tiene un ingreso per cápita de US\$20.000 anuales, el problema de la inflación, dadas las experiencias de los años 20 y 30 en ese país, se vuelve prioritario, pero en un país con US\$1.300 per cápita, la primera obligación de un gobierno es crecer y si no está demostrado que una inflación del 22 por ciento ó 24 por ciento, manejada de forma estable, va contra el equilibrio y el desarrollo económico, no veo por qué la reducción de esa inflación histórica se vuelve una prioridad absoluta por encima inclusive del crecimiento económico y el empleo.

Tampoco concibo el segundo supuesto. Si la inflación estable colombiana no es el problema fundamental del país, sino otro tipo de aspectos que tienen que ver más con mercados incompletos, inseguridad, guerrilla, etc, entonces aumentar la independencia real del Banco más allá de la que ya tiene, en mi opinión en exceso, sería ir en contravía, porque si por ejemplo el gobierno quiere hacer desarrollo económico antes que rebajar la inflación por debajo del 10 por ciento, o considera que es mucho más importante crecer al 10 por ciento, que inflar al 14 por ciento, y se enfrenta con un Banco de la República muy independiente que no le interesa el crecimiento del 10 por ciento, sino bajar la inflación a un dígito. Si el gobierno está estimulando la economía, aumentando el gasto público, el Banco se refugia en la tasa de cambio que es prácticamente lo único que puede manejar de forma autónoma. Comienza entonces a frenar la tasa de devaluación para contrarrestar la política expansionista del gobierno y el resultado es peor: una tasa de cambio real, medida por salarios, cayendo como la que existe en este momento.

El conflicto está claro; el gobierno actual, por hechos, le da más prioridad al crecimiento económico que a la inflación, se nota en su política de gasto público. El Banco de la República contesta con una política de devaluación, que medida en términos de salarios y precios al consumidor es obviamente revaluacionista y con eso compensa.

Pienso que la autonomía en ese caso no es aconsejable, porque entrega un instrumento, la tasa de cambio, al Banco de la República, y los demás instrumentos están compartidos. Cuando hay choques o diferencias, el resultado se llama revaluación. Si tuviera que escoger entre una inflación del 10 por ciento con revaluación, y una tasa de cambio estable, con inflación del 20 por ciento prefiero esta última, porque lo primero lleva a bajas tasas de crecimiento, freno de las exportaciones, se inunda el país de importaciones e inversión en el sector no transable, como ocurre actualmente donde hay boom de la construcción y de los servicios pero nadie invierte en industria o agricultura.

Esa independencia del Banco lleva en últimas a frenar el crecimiento que, según mi concepto, debe estar por encima de reducir la inflación a niveles de un dígito.

# Comentario

Jorge Ospina Sardi\*

Nadie pone en duda que uno de los logros de la nueva Constitución es la independencia de la Junta del Banco de la República en materia del diseño y programación de la política monetaria y cambiaria. El doctor Junguito, en una completa exposición sobre la naturaleza de esa independencia, no solamente en Colombia sino también en el resto del mundo, llega a la muy interesante conclusión que el nuevo esquema colombiano, medido bajo los patrones internacionales, es uno de bastante independencia.

¿Qué resultados de política se pueden esperar? Posiblemente una menor inflación y en general, un manejo macroeconómico más equilibrado que permita una más eficiente asignación de los recursos productivos y la adopción de políticas de crecimiento sobre bases relativamente firmes. La experiencia de los "dragones" asiáticos muestra que los procesos de crecimiento autosostenidos han tenido lugar en entornos caracterizados por la estabilidad de precios (inflaciones de un dígito) y por una política macroeconómica equilibrada. En algunos casos más equilibrada, en el sentido de obtener significativos superávits fiscales que han permitido absorber los excedentes externos sin necesidad de revaluar las respectivas monedas.

Pero, ¿qué tan factible es para la actual Junta Directiva del Banco de la República imponer metas monetarias conducentes a una menor inflación, en medio de una administración que no cree en la importancia de bajar la inflación? El doctor Junguito entra en una discusión, a mi juicio formal, cuando afirma que, por un lado, existe un mandato constitucional de bajar la inflación y que, por el otro, la Junta tiene la obligación también constitucional de coordinar las políticas económicas con el gobierno. En la práctica sería muy difícil para la Junta entrar en un abierto enfrentamiento con el gobierno y esta dificultad práctica de hacerlo es la principal limitación a su independencia.

En primer lugar, en un enfrentamiento sobre metas monetarias el gobierno tiene a su disposición todas las baterías políticas, no solamente para hacer quedar mal a la Junta ante la opinión pública, sino también para reformar a través del

---

\* Director Publicaciones Dinero LTDA.

Congreso la independencia formal de la Junta. Exploremos un poco cómo se llegaría a este escenario. En el medio inflacionario colombiano, donde prevalece la mentalidad que considera que la inflación no es perjudicial o que es preferible a la adopción de políticas austeras en el campo fiscal o de políticas conducentes a una menor devaluación nominal del peso, en este entorno de ilusiones y especulaciones inflacionarias donde los ricos y poderosos son los más beneficiados, el gobierno pondría en jaque la labor de la Junta incumpliendo en el campo fiscal (algo que muy marginalmente ha venido sucediendo en estos últimos meses).

El incumplimiento fiscal, cuando es de una magnitud apreciable, trastocaría el manejo monetario y cambiario de la Junta en tal forma que simplemente las metas serían políticamente imposibles de lograr. La Junta tendría que renegociarlas con el gobierno, en una situación parecida a como ha hecho el Fondo Monetario Internacional con el Brasil, después de 26 incumplimientos. O sea negociando nuevamente bajo el supuesto de que por fin la otra parte cumplirá con lo pactado (y esperar con los dedos cruzados de que esto sea así).

En un medio de un incumplimiento permanente, tanto la Junta como el gobierno saldrían desprestigiados. La figura institucional de la independencia quedaría igualmente desprestigiada. Los miembros serios de la Junta, con el doctor Junguito a la cabeza renunciarían, y el país apoyaría la presentación de un proyecto de ley por parte del Congreso reformando la Junta a imagen y semejanza de la anterior, subordinándola nuevamente al Ministerio de Hacienda y de paso, restableciendo la presencia de los ministros sectoriales.

La falta de independencia de la Junta dentro del nuevo esquema constitucional puede ilustrarse con las actuales metas de inflación. Este gobierno no se ha caracterizado por darle mayor importancia a la lucha contra la inflación. En algunos momentos de esta administración, en 1991 si no estoy mal, llegamos a tener la inflación por encima del 30 por ciento, la más alta de nuestra historia reciente (el mismo año en el cual el Ministro de Hacienda y el jefe de Planeación dijeron que si no se cumplía la meta del 22 por ciento renunciarían). Luego llegó la apertura con todo su impacto favorable sobre los precios: menores costos de las materias primas e insumos importados, menores costos de transporte aéreo, terrestre y marítimo, menos precios de los alimentos y de los bienes de consumo durable, y sobre todo, un mayor margen monetario.

Debido a las mayores importaciones, especialmente desde el segundo semestre de 1992, las reservas internacionales se estabilizaron y las autoridades han dispuesto de un gran margen monetario, el cual hubieran podido utilizar para definitivamente desinflar la economía. Pero en lugar de trazarse metas ambiciosas de reducción de la inflación, la Junta Directiva del Banco contemporizó con las desbordadas aspiraciones de gasto público del gobierno y se limitó a establecer metas bien modestas: 22 por ciento en 1993 y 19 por ciento en 1994.

El margen monetario que proporcionó la apertura y el impacto favorable sobre los precios de la mayor competencia externa fue, de esta manera, despilfarrado.

Colombia tiene ahora una de las inflaciones más altas de América Latina. Por otro lado, es uno de los países donde menos privatizaciones se han realizado, donde menos esfuerzos se han hecho por reorganizar el sector público, donde se ha disparado el gasto de funcionamiento con crecimientos en términos reales por encima del 15 por ciento anual.

Al paso que vamos nunca alcanzaremos inflaciones de un dígito, como corresponde a una economía abierta y con crecimiento sostenido. Pero lo peor es que con los actuales niveles de inflación al consumidor no lograremos desindexar la economía y evitar las distorsiones resultantes de unos salarios creciendo diez o doce puntos por encima de la devaluación durante varios años consecutivos.

De lo que hemos dicho se desprende que, aún dentro del nuevo ordenamiento institucional, la Junta Directiva del Banco de la República no podrá impedir que un gobierno poco serio y ortodoxo desbarajuste el manejo macroeconómico. Por ejemplo, si el nuevo gobierno no cree en la disciplina fiscal y es inflacionario la Junta estaría frente a un callejón sin salida: o contemporiza con la indisciplina fiscal o propicia un superajuste por el lado de las tasas de interés y de la revaluación. Pero esta última alternativa no sería asimilable ni por el país político ni por el económico.

O sea doctor Junguito, que no hay más remedio que esperar que el próximo gobierno y el próximo Ministro de Hacienda no se aparten de la tradición colombiana y sean razonables y por lo menos acepten rebajar la inflación, tal como lo exige el mandato constitucional, aunque sea muy gradualmente.

# Comentario

Roberto Steiner\*

**A**ctualmente la inflación en Colombia es alta según estándares internacionales. Además, la de 1992 y 1993 es muy similar a la observada, en promedio, durante 1980-92. A su vez, Roberto Junguito señala que el Banco de La República (BR) es legalmente muy independiente y, en la práctica, bastante independiente.

Los dos puntos anteriores sólo pueden conciliarse si una de tres cosas es cierta:

- a) Junguito está equivocado; el BR no es independiente.
- b) El BR sí es independiente, pero la independencia no necesariamente está orientada a disminuir la inflación.
- c) El BR es independiente, y la independencia sí conduce a bajar la inflación.

Se trata de un proceso lento, y complicado que se dificulta cuando el gasto público es muy alto.

Me da la impresión de que Junguito estaría de acuerdo con la tercera alternativa. Pienso que puede ser muy relevante la primera. Veamos por qué. Desde Phelps (1967) y Friedman (1968) sabemos que la curva de Phillips no existe, más allá del muy corto plazo. Colombia no es la excepción, de acuerdo con resultados encontrados, entre otros, por Javier Gómez (1992). Con los trabajos de Kydland y Prescott (1977) y Barro y Gordon (1983) aprendimos algo todavía más preocupante: no sólo la curva no existe, sino que podemos terminar en un subóptimo en caso de que la política económica la dirija alguien que eventualmente podría tratar de explotar la supuesta curva. Es decir, no sólo es

---

\* Subdirector económico de Fedesarrollo.

inflacionario tratar de explotarla; con individuos racionales puede ser perjudicial el sólo hecho de percibir que alguien eventualmente la explote. De lo anterior es fácil concluir que, por lo menos analíticamente, la presencia del gobierno en el Banco es mala *per se*. No se necesita que el gobierno se porte mal. Basta con que agentes racionales entiendan que eventualmente se podría portar mal.

Los más radicales (Friedman (1948) antes, McCallum (1987) hoy) han propuesto suprimir toda discrecionalidad a la autoridad, i.e. delegando en el Congreso que establezca por Ley el ritmo de crecimiento de la oferta monetaria. Los menos radicales (i.e. Blinder (1987), ilustre keynesiano) proponen los **bancos independientes**: a saber, bancos que, teniendo discrecionalidad, son manejados por personas que por ser nombradas para plazos largos, no tienen interés en explotar "trade-offs" de corto plazo que pueden comprometer su reputación y credibilidad.

De acuerdo con la teoría, y en virtud de que la Junta del BR es presidida por el gobierno, el caso colombiano no parece ser el de un banco independiente. Tenemos un banco que trata de bajar la inflación "en coordinación con la política macroeconómica general."

Si existiera la curva de Phillips, habría que coordinar dónde ubicarse en ella<sup>1</sup>: inflación alta y bajo desempleo seguramente es lo que preferiría el gobierno, inflación baja y alto desempleo sería la escogencia del Banco. Si la curva no existe, qué se coordina? Hay dos posibilidades: se coordina para que el gobierno sea austero, facilitándole al banco la labor de bajar la inflación; o se coordina para que el banco acomode dado que el gobierno no va a ser austero. El simple hecho de que pueda suceder lo segundo le resta gran credibilidad a la labor del Banco. Por supuesto, sin gran credibilidad, su labor se dificulta bastante.

¿Por qué terminamos con un banco presidido por el gobierno? Porque seguramente no ha habido la voluntad (política, académica, etc.) de tener un banco verdaderamente independiente. Puedo citar varios artículos publicados durante los debates de la Asamblea Constituyente en los que consideraba inconveniente un banco muy independiente. Sólo puedo citar al profesor Currie (1991) como proponente de que el Ministro de Hacienda no fuera miembro de la JDBR.<sup>2</sup>

¿Por qué hay escepticismo con respecto a la necesidad de un banco central independiente? Javier Gómez (1992) y Mauricio Cárdenas (1992) han sugerido que a los colombianos parece importarnos mucho el crecimiento y poco la

---

1 Cuando hablo de curva de Phillips, pienso en una economía con tasa de cambio fija y libre movilidad de capitales. En ese caso, el instrumento que maneja el Banco es la tasa de cambio nominal. La inexistencia de la curva se puede entender como la imposibilidad, mas allá del muy corto plazo, de cambiar la TCR alterando la tasa de cambio nominal.

2 No se descarta que opiniones como las de Currie hayan sido defendidas, mas no publicadas, por otros economistas, en particular algunos que por esa época ocupaban cargos públicos.

inflación. No me sorprendería si un referéndum arroja un resultado similar. Pero, si no hay curva de Phillips, y siempre que en algo nos importe la inflación, deberíamos tratar de bajarla. Eso aumenta el bienestar de la sociedad, sin necesidad de incurrir en costo alguno. Pero claro, si uno cree que hay curva de Phillips, puede considerar inconveniente delegarle demasiado poder a personas que obsesivamente tratarían de bajar la inflación.

¿Qué piensan los colegas? Para el efecto, llevé a cabo una encuesta entre 11 economistas, la cual se anexa. Algunos trabajan en el Banco, otros con el gobierno, en centros de investigación o en el sector financiero. Los principales resultados fueron:

1. 11 de 11 consideran que un banco solamente puede ser muy independiente (MI) si no tiene al gobierno en su Junta Directiva (JD). Sólo 4 de 11 consideran que para que un banco sea MI, debe tener prohibido otorgar crédito primario. 6 de 11 consideran que para que un banco sea MI, debe tener el mandato de reducir la inflación.
2. 6 de 11 consideran un banco como el Banco de la República poco independiente (PI); cinco lo consideran relativamente independiente (RI). Nadie lo considera MI. Nuestro actual banco se volvería RI (en 7 de 8 casos) si el mandato de "bajar la inflación en coordinación con..." se reemplazara por el de bajar la inflación.
3. El banco más independiente (6 lo consideran RI y 4 MI) es el que tiene mandato específico y no tiene participación del gobierno. Mayoritariamente (7 de 11) consideraron que ese banco es el más idóneo para bajar la inflación. La definición mundana de independencia no se aplica al banco central. No es considerado independiente un banco que le pueda prestar a quien quiera, o que carezca de mandato. Independencia en la materia se entiende claramente como una institución, ajena al gobierno, que pueda bajar la tasa de inflación.
4. Mayoritariamente (en 7 de 10 en ambos casos) se consideró que si nuestro actual BR fija la tasa de cambio, ello le facilita bajar la inflación, pero dificulta la coordinación.

## ENCUESTA

Considere las siguientes características que podrían aplicar a un Banco Central:

- (1a) no le puede extender crédito primario a nadie.
- (1b) le puede extender crédito primario a quien desee.
- (2a) los miembros de su JD no son de libre remoción, excepto el Ministro, quien la preside.
- (2b) todos los miembros de su JD son de libre remoción.
- (2c) todos sus miembros son nombrados para un largo período; el Ministro no es miembro de su JD.
- (3a) tiene el mandato de reducir la inflación.
- (3b) no tiene mandato.

Considere las siguientes clasificaciones: PI = poco independiente; RI = razonablemente independiente; MI = muy independiente.

1. Combine el menor número posible de características y construya un banco MI (Marque con X si considera que las características propuestas no permiten medir el grado de independencia).
  
2. Califique (como PI, RI ó MI) los siguientes bancos:
  - (1a), (2a), (3a):
  - (1a), (2a), (3b):
  - (1a), (2c):
  - (1b), (2c):
  - (2c), (3b):
  - (2c), (3c):
  
3. De los bancos centrales mencionados en la pregunta anterior, cuál cree usted que sea el más exitoso en reducir la inflación?
  
4. Suponga una enmienda constitucional que fija la tasa de cambio en un país con un banco tipo (1a, 2a, 3a). Cree usted que ello facilita bajar la inflación? Cree usted que ello dificulta la coordinación macroeconómica?

## BIBLIOGRAFIA

Barro, R. y D. Gordon (1983): "A positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model", *Journal of Political Economy*; agosto.

Blinder, A. (1978): "The Rules-versus-Discretion Debate in the Light of Recent Experience", *Weltwirtschaftliches Archiv*, 3.

Cárdenas, M. (1992): "Estabilización vs. Crecimiento: Qué prefieren los colombianos?", *Coyuntura Económica*, junio.

Currie, L. (1991): "Un Marco para la Formulación de Políticas Monetarias", *Economía Colombiana*, abril.

Friedman, M. (1948): "A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability", *American Economic Review*, junio.

----- (1968): "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review*, marzo.

Gómez, J. (1992): "Una nota sobre el costo de las fluctuaciones económicas", *Ensayos sobre Política Económica*, junio.

Kydland, F. y E. Prescott (1977): "Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans", *Journal of Political Economy*, 85.

McCallum, BT (1987): "The Case for Rules in the Conduct of Monetary Policy: A Concrete Example", *Weltwirtschaftliches Archiv*, 3.

Phelps, E.S. (1967): "Philips Curves, Expectations of Inflation, and Optimal Unemployment Over Time", *Economica*, agosto.

# Comentario

**Juan Camilo Restrepo\***

**Q**uisiera hacer algunos comentarios a las presentaciones hechas, empezando por lo siguiente:

Desde el punto de vista económico, sin duda alguna lo más importante que quedó de la nueva Constitución fue la independencia del Banco de la República; independencia parcial, defectuosa o recortada por la presencia del Ministro de Hacienda, pero si esa muralla no se hubiera trazado en la nueva Constitución, estaríamos abocados en los próximos años a grandes transtornos económicos. Porque así como fue prudente el Constituyente al dar un marco de cierta independencia al Banco Central, fue irresponsable en otros frentes.

Quiero comentar dos casos:

1. El monto incuantificado, apresurado y desfinanciado que se fijó de las transferencias del gobierno central hacia las entidades descentralizadas. A la vuelta de cinco o seis años según las leyes que acaba de reglamentar la Constitución, el gobierno central estará transfiriendo a las entidades descentralizadas entre el 55% y el 58% del total de todos sus recursos tributarios y de capital, con una capacidad dudosa para desmontar semejante drenaje hacia las entidades descentralizadas, con gasto central.
2. El artículo 348 de la Constitución, invocando un Keynesiano transnochado, permite que en el país se presenten e incluso se empiecen a ejecutar, presupuestos desequilibrados. Con el telón de fondo de las otras disposiciones constitucionales, uno se pregunta: Qué hubiera pasado en el país si el Constituyente no se hubiera ocupado del tema del Banco Central, o al menos no lo hubiera rodeado de esa mínima independencia? Sobre este aspecto no ha habido discusión el país.

---

\* Exministro de Minas y Energía. Presidente de Fedeleasing.

La independencia es un concepto formal y jurídico, como lo han mencionado las encuestas del doctor Junguito; es un tema práctico pero también es político. El Banco Central de cualquier país es tanto más independiente, cuanto mayor sea la percepción de la opinión pública de que él es el responsable final de la inflación.

El ser independiente tiene un costo que los mismos directores del Banco de la República han subrayado en varios informes presentados al Congreso. A la postre, es el Banco Central el responsable de la inflación. La opinión pública sigue viendo al gobierno y al Ministro de Hacienda como los únicos responsables. Es normal que todavía esta percepción no haya calado en la opinión, dado lo incipiente del proceso de implantación de la reforma.

En el Congreso de los Estados Unidos, cuando hay un debate sobre el tema de la inflación, nadie llama al secretario del Tesoro para que cuente por qué va mal la inflación en su país; llaman al Presidente del Federal Reserve Bank.

Pienso también que para el Banco de la República es importante que concurra a las citaciones no sólo de las comisiones sino de las plenarias del Congreso. Ese es un reconocimiento que le hace el Congreso a la independencia que tiene el Banco y es un buen foro para explicar sus políticas.

La Constitución afirma que las funciones del Banco deben manejarse en coordinación con la política económica. La organización de los mecanismos de coordinación toma tiempo. No creo que se deba establecer un supracomité para ello. La coordinación debe darse porque es un mandato constitucional y porque el Constituyente consideró que era racional que así se hiciera.

La presencia del Ministro de Hacienda en la Junta es el instrumento de coordinación natural entre las acciones del Banco y las políticas gubernamentales.

El próximo gobierno por mandato constitucional debe presentar al Congreso durante los primeros seis meses del próximo año un Plan de Desarrollo Económico donde debe expresarse la coordinación de las metas de crecimiento y de inflación, entre otras. Igual cosa ocurrirá con el Plan Financiero.

Sólo la consistencia y la coherencia de la política de estabilización afianzará la independencia del Banco, más allá de lo que digan las normas legales y los conflictos episódicos.

# Comentario

Roberto Junguito

**A**gradezco a los comentaristas sus opiniones. Creo que se han dado argumentos de fondo sobre los problemas de independencia del Banco Central.

Quiero decir lo siguiente:

1. La Junta sí tiene un mandato claro de controlar la inflación. En eso no cabe ninguna discusión. El debate se centra entonces en la coordinación y en cómo desarrollar sus funciones como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia; pero el mandato en el caso colombiano, es claro que es controlar la inflación, mucho más claro que en la mayoría de los Bancos Centrales del mundo.
2. Con respecto a si existe o no una relación entre crecimiento e inflación y si puede ser diferente en el corto y en el largo plazo creo que si el modelo está bien especificado, se encuentran las relaciones. Creo que todos estamos convencidos que hay una relación inversa en el corto plazo. Sabemos que controlar la inflación puede tener un efecto negativo sobre el crecimiento pero también que en el mediano plazo la promoción del crecimiento y el control de la inflación son políticas complementarias. Todo depende de la calidad y de la secuencia de las medidas económicas adoptadas.

La discusión ha mostrado diferentes puntos de vista sobre el tema. El doctor Urdinola no me sorprendió con su posición. Esta ha sido muy clara en el pasado y simboliza la visión de muchas personas que en el país no le dan al control de la inflación ese valor y ese mérito tan grande que le damos otros. Para nosotros, ese

---

control tiene un beneficio social, en términos de proteger los grupos más pobres y permitir una mejor asignación de los recursos.

También se ha planteado qué tanto depende del gobierno de turno el que sea posible la coordinación para efectos del control de la inflación. Este gobierno se inventó la independencia del Banco Central y trabajar con el actual Ministro de Hacienda ha sido más fácil, más fácil que lo que será trabajar con un gobierno indisciplinado. Para enfrentar esa situación es que se le otorgó al Banco la independencia que hoy tiene.

Creo que vamos a tener éxito. El Banco tiene relativa independencia y vamos a hacer lo que se requiera para que se cumpla la meta de la inflación. Podemos actuar en forma directa o indirecta para controlar el crecimiento del gasto público de este o del próximo gobierno. El Banco puede intervenir para decir en qué monto se puede endeudar el gobierno, en las condiciones financieras de los títulos que coloque y en cuánto puede contratar crédito externo.

A la pregunta que nos formuló el señor Volker el otro día en Nueva York a un grupo de banqueros centrales de por qué no baja la inflación y qué puede en realidad hacer el Banco Central, yo respondí - y lo repito aquí- que uno puede persuadir al gobierno mostrándole que si no controla el gasto, el Banco tiene que recurrir a otras políticas cuyo resultado puede ser perjudicial.

También se puede ir al Congreso y dirigirse al país para explicar cuáles son los inconvenientes del programa del gasto público del gobierno. De esa manera se podrá ganar apoyo para que exista un Banco Central independiente que logre controlar la inflación. De lo contrario, estaríamos perdidos los colombianos.

# Comentario

César González\*

**E**s muy difícil afirmar hoy doctor Junguito que la política económica, que la política contra la inflación tiene credibilidad. En el escenario académico y el empresarial eso es así; no hay suficiente credibilidad y en consecuencia ¿cómo podríamos esperar unas negociaciones salariales por debajo del 20% para ajustar el crecimiento de los gastos en seguridad social a partir de enero de 1994? Como no hay credibilidad en la política, los salarios no van a crecer en esos porcentajes sino mucho más. Los agentes económicos son inteligentes y responden a las expectativas adecuadas.

Sobre el tema de la independencia del Banco y las responsabilidades de la autoridad monetaria, es claro que la presencia del Ministro de Hacienda en la Junta del Banco de la República es la negación total de la independencia de la Junta. Esto lo sostengo desde cuando la constituyente estaba sesionado y redacté memorandos sobre la inconveniencia de la presencia del Ministro en la Junta. Su presencia diluye las responsabilidades sobre la política monetaria y la autoridad monetaria debe ser susceptible de ser llamada a cuentas.

El Ministro de Hacienda es el único miembro de la junta que tiene una responsabilidad política. Pero ¿de qué va a responder él? Con qué cargo va a ir al Congreso como político, como funcionario del más alto nivel en el gobierno o como presidente de la junta?

La autoridad monetaria requiere independencia, pero también debe ser susceptible de ser llamada a cuentas por el Congreso. Este año tuvimos un Congreso mediocre que terminó por recibir el informe de la Junta Directiva del Banco de la República sin pronunciarse sobre él, y aprobar el presupuesto de 1994, sabiendo además que el informe lo firmaba el mismo ministro que le presentó el presupuesto. Esto no muestra un Congreso serio, responsable y democrático.

El esfuerzo de todos los colombianos debería orientarse hacia fortalecer la capacidad crítica, analítica y fiscalizadora del gobierno.

\* Presidente Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia -Asobancaria-.

# LA POLITICA ANTI-INFLACIONARIA FRENTE A CUSIANA

Hernando José Gómez\*

**E**n esta presentación describiré el marco de referencia general del impacto macroeconómico del aumento en los ingresos, producto de las exportaciones de hidrocarburos. Luego analizaré las perspectivas fiscales y cambiarias en este contexto y sus implicaciones para la política de estabilización.

## IMPACTO DE LOS DESCUBRIMIENTOS PETROLEROS

Los descubrimientos de los campos petroleros de Cusiana y Cupiagua permitirán que Colombia hacia el año 1997 pueda estar exportando cerca de 800.000 barriles diarios de crudo. En el corto plazo, sin embargo, mientras se desarrollan los pozos y se construye el nuevo oleoducto, la situación tanto de balanza de pagos como fiscal se deteriora. Así en 1994, 1995 y 1996 la cuenta corriente de la balanza de pagos será deficitaria (Cuadro 1). Lo anterior se explica precisamente por las elevadas inversiones que tanto Ecopetrol como las empresas petroleras asociadas deberán realizar en dichos años. Esto también incide negativamente en el déficit fiscal, ya que Ecopetrol mostrará una situación prácticamente de equilibrio e incluso deficitaria en 1995 (ver Cuadros 2 y 3).

A partir del año 1997 y más allá del 2.000, la situación se revierte y el país muestra de nuevo cuentas corrientes positivas y Ecopetrol un superávit que fluctuará entre medio y un punto del PIB. En términos globales el déficit del sector público no financiero pasaría de 1.2% del PIB en 1994 hasta 3.1% en 1995 y convergería posteriormente hacia el 1% a finales de la década.

---

\* Codirector de la Junta Directiva del Banco de la República. Las opiniones aquí expresadas solamente comprometen a su autor.

Cuadro No. 1  
PROYECCION DE LA BALANZA DE PAGOS 1993-2000  
(Millones de dólares)

	PROYECCION									
	1991 Prel	1992 Estim.	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<b>I. CUENTA CORRIENTE</b>	2,346.6	913.2	(1,623.5)	(2,725.7)	(2,061.3)	(1,194.8)	66.2	59.0	202.2	440.8
<b>A. BIENES</b>	2,959.4	1,234.1	(1,049.0)	(1,823.2)	(944.6)	581.6	2,348.2	2,186.1	2,181.4	2,276.6
1. Exportaciones FOB	7,507.4	7,263.2	7,695.2	8,803.5	10,484.0	12,844.9	15,134.7	16,062.8	17,239.9	18,566.3
2. Importaciones FOB	4,548.0	6,029.1	8,744.2	10,626.7	11,428.6	12,263.3	12,786.5	13,876.7	15,058.5	16,289.8
<b>B. SERVICIOS</b>	(2,310.0)	(2,054.7)	(1,639.5)	(2,131.2)	(2,433.2)	(3,186.4)	(3,791.8)	(3,743.2)	(3,708.6)	(3,686.0)
<b>C. TRANSFERENCIAS</b>	1,697.2	1,733.8	1,065.0	1,228.7	1,316.5	1,410.0	1,509.8	1,616.1	1,729.4	1,850.3
<b>II. CUENTA DE CAPITAL</b>	(782.0)	175.7	1,443.7	3,722.3	2,779.8	2,130.2	1,441.4	1,504.1	1,592.2	1,633.6
<b>A. CAPITAL LARGO PLAZO</b>	144.5	336.6	711.8	3,185.4	2,761.4	2,068.7	1,375.4	1,436.3	1,520.2	1,557.3
1. Inversión Directa	432.6	740.0	637.8	1,988.9	1,924.6	1,882.4	1,311.9	1,374.8	1,456.7	1,494.8
Extranjera en Colombia	456.9	790.0	877.8	2,138.9	1,974.6	1,932.4	1,361.9	1,424.8	1,506.7	1,544.8
Colombiana en el Exterior	24.3	50.0	240.0	150.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0
2. Inversión de Cartera	81.3	59.5	369.0	(42.0)	(110.0)	(160.0)	(55.0)	(355.0)	(70.0)	0.0
3. Endeudamiento Externo	(369.4)	(462.9)	(295.0)	1,238.5	946.8	346.3	118.5	416.5	133.5	62.5
a. Sector Oficial	(359.0)	(677.5)	(812.0)	1,038.5	846.8	246.3	18.5	316.5	33.5	(37.5)
b. Sector Privado	(10.4)	214.6	517.0	200.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>B. CAPITAL CORTO PLAZO</b>	(926.5)	(160.9)	731.9	536.9	18.5	61.5	66.0	67.8	72.0	76.3
1. Endeudamiento Externo Neto	(404.1)	485.3	874.8	510.4	266.6	329.0	355.3	381.7	413.7	449.5
Sector Oficial	(41.1)	29.6	(94.5)	32.7	1.3	41.5	43.8	44.2	48.0	53.3
Sector Privado	(363.0)	455.7	969.3	477.7	265.3	287.5	311.5	337.5	365.7	396.2
2. Mov. Activos en el Exterior	(522.4)	(646.2)	(142.9)	26.5	(248.1)	(267.4)	(289.2)	(313.9)	(341.7)	(373.2)
Sector Oficial	27.7	(429.5)	53.3	257.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Sector Privado	(550.1)	(216.7)	(196.2)	(230.5)	(248.1)	(267.4)	(289.2)	(313.9)	(341.7)	(373.2)
<b>III. CONTRAPARTIDAS</b>	(51.2)	253.5	94.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>IV. ERRORES Y OMISSIONES</b>	362.3	133.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>V. VARIACION RESERVAS NETAS</b>	1,919.0	1,602.2	(80.3)	996.6	718.5	935.4	1,507.6	1,563.1	1,794.4	2,074.4
<b>VI. SALDO RESERVAS NETAS</b>	6,420.2	8,022.4	7,942.1	8,938.7	9,657.2	10,592.6	12,100.2	13,663.3	15,457.7	17,532.1
<b>VII. SALDO RESERVAS BRUTAS</b>	6,572.5	8,048.1	7,962.3	8,958.9	9,677.4	10,612.8	12,120.4	13,683.5	15,477.9	17,552.3

Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

Cuadro 2  
Cuentas del Sector Público no financiero  
Como proporción del PIB

DESCRIPCION	(En Porcentajes)									
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	
<b>A. INGRESOS TOTALES</b>	41.2	41.8	44.2	44.9	46.5	48.2	48.2	47.3	46.8	
1. Explotación bruta	14.0	12.3	12.6	13.3	14.4	15.3	14.9	14.3	14.1	
2. Aportes del Gob. Nal. Central	6.2	6.9	7.9	8.7	9.1	9.4	9.5	9.5	9.6	
3. Otros ingresos	21.0	22.6	23.7	22.9	23.0	23.6	23.8	23.4	23.1	
<b>B. PAGOS TOTALES</b>	41.6	42.4	45.4	47.8	48.1	49.0	48.8	48.2	47.9	
1. Pagos corrientes	32.8	32.4	35.2	36.9	37.0	37.8	37.8	37.3	37.2	
2. Pagos de Capital	8.7	10.0	10.2	10.8	11.1	11.2	11.1	10.9	10.7	
3. Préstamo Neto	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>C. DEFICIT(-) O SUPERAVIT(+)</b>	-0.3	-0.6	-1.2	-2.9	-1.6	-0.8	-0.7	-0.9	-1.1	
<b>D. FINANCIAMIENTO</b>	0.3	0.6	1.2	2.9	1.6	0.8	0.7	0.9	1.1	
1. Externo	-0.6	0.0	1.5	0.7	0.1	0.2	0.2	0.2	0.0	
2. Interno	0.9	0.6	-0.2	2.2	1.5	0.6	0.5	0.7	1.1	

Fuente: Banco de la República

Cuadro 3  
Déficit del Sector Público no Financiero y su Financiamiento  
Como proporción del PIB

DESCRIPCION	(En Porcentajes)									
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	
Sector Público no Financiero	-0.3	-0.6	-1.2	-2.9	-1.6	-0.8	-0.7	-0.9	-1.1	
Gobierno Central	-2.0	-1.7	-2.8	-4.1	-3.7	-3.3	-2.9	-3.1	-3.2	
Sector Descentralizado										
Ecopetrol	0.1	-0.1	0.8	-0.1	0.3	0.9	0.5	0.4	0.4	
Carbocol	0.5	0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Eléctrico	0.7	0.6	0.7	1.0	0.9	0.5	0.6	0.6	0.5	
Telecom	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6	
Metro de Medellín	0.1	0.0	-0.3	-0.3	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	
Resto de Entidades	0.4	0.2	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	
Seguridad Social	0.1	0.1	0.5	0.7	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5	
Gobierno Regional y Local	-0.1	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	
Fondo Nacional del Café	-0.5	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	0.0	0.0	0.1	0.1	
Crédito Externo Neto	-0.6	0.0	1.5	0.7	0.1	0.2	0.2	0.2	0.0	
Crédito Interno Neto	0.9	0.6	-0.2	2.2	1.5	0.6	0.5	0.7	1.1	

Fuente: Banco de la República

La primera pregunta a efectuarse es si la evolución entre los años 1994-96 de las cuentas cambiarias y fiscales debe preocuparnos desde la estabilidad de las cuentas macroeconómicas. Desde el punto de vista cambiario la respuesta es claramente no. En efecto, la mayor parte del déficit en cuenta corriente estará financiado por la inversión directa de las empresas petroleras en Colombia y por los desembolsos de endeudamiento externo de largo plazo de Ecopetrol.

En el Cuadro 4 se presenta un pequeño ejercicio donde al resultado de la cuenta corriente se le suma la inversión directa neta en el país. Asimismo, se muestra un indicador sumándole a su vez el endeudamiento externo neto del sector oficial previsto hasta el año 2.000. En este cuadro se aprecia que una vez se hace la corrección al indicador de cuenta corriente, el único año en que el exceso de gasto en importaciones de bienes y servicios no es cubierto por los flujos de capital de largo plazo es precisamente 1993. De esta manera, el nivel de las reservas internacionales se mantiene bastante elevado con acumulaciones que alcanzan a finales de la década los 1.500 a 2.000 millones de dólares anuales. En términos de meses de importaciones de bienes, se cae de 16 meses en 1992 a 11.5 meses en los dos años siguientes, para alcanzar niveles de 13 meses a finales de la década.

Cuadro No. 4  
PROYECCION DE LA BALANZA DE PAGOS 1993-2000  
(Millones de dólares)

	PROYECCION									
	1991 Prel	1992 Estim.	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
RESERVAS BRUTAS COMO:										
Meses de Imp. de Bs.	17.3	16.0	10.9	10.1	10.2	10.4	11.4	11.8	12.3	12.9
Meses de Imp. de Bs y Ss.	8.9	9.2	7.1	6.8	6.7	6.6	7.1	7.5	7.9	8.4
Cuenta Cte + Inv. Extranjera	2,779.2	1,653.2	(985.7)	(736.8)	(136.7)	687.6	1,378.1	1,433.8	1,658.9	1,935.6
Cuenta Cte + Inv. Extranjera + End. Externo Neto de Largo Plazo	2,409.8	1,190.3	(1,280.7)	501.7	810.1	1,033.8	1,496.6	1,850.3	1,792.4	1,998.1

Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

Debe anotarse, entonces, que el país habría acumulado para el año 2.000 aproximadamente 17.500 millones de dólares de reservas internacionales. Si tomamos como una medida aproximada de un nivel óptimo de reservas el de seis meses de importación de bienes, para esa fecha el Banco de la República habría acumulado un exceso de 9.500 millones de dólares. Este ejercicio, que se realizó suponiendo que la tasa de cambio real se mantiene en un nivel cercano a la actual, es claramente inconsistente con los balances macroeconómicos como veremos más adelante.

Así, el nivel de las operaciones de mercado abierto tendría que llegar a niveles tales, que se volverían totalmente inefectivas desde el punto de vista del control monetario. En efecto, los intereses que éstas generarían serían bastante mayores al crecimiento deseado en la base monetaria y, por ende, inconsistentes con tasas de inflación decrecientes y de un solo dígito al final de la década.

En el frente fiscal (el déficit) por el contrario, sí hay materia de preocupación a partir de 1995. En efecto, las nuevas obligaciones que impone la Constitución Nacional, la Ley de Regalías que está próxima a aprobarse, y

la Ley de Competencias y Recursos, que define la participación de las entidades territoriales y los municipios en los ingresos corrientes del Gobierno Central, hacen que el déficit de este último se mantenga hasta el año 2.000 en niveles no inferiores al 3% del PIB. De esta manera, el déficit sólo es compensado parcialmente por los superávits esperados en Ecopetrol, Telecom, el sector eléctrico y la seguridad social (Cuadro 3).

Al desarrollar los ejercicios de programación financiera, se encuentra que a partir de 1997 es indispensable que el sector público alcance una situación de superávit si se desea mantener un financiamiento adecuado para el sector privado. En el Cuadro 4 se aprecia que el nivel de déficit del sector público consistente con las proyecciones de la balanza de pagos, se torna en un superávit creciente que alcanzaría un punto del PIB. Así, si bien en el corto plazo, 1994, el déficit consistente se alcanzará de acuerdo con las proyecciones, a partir de 1995, de no efectuarse ningún ajuste adicional, se entraría en una situación claramente inflacionaria y con una severa presión hacia la revaluación real de la tasa de cambio (ver Cuadros 5 y 6).

Cuadro 5  
DEFICIT FISCAL

CIERRE DEL EJERCICIO	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Déficit fiscal proyectado	274	638	1854	1263	719	719	1124	1648
2. Déficit fiscal proyectado (% PIB)	0.6%	1.2%	2.9%	1.6%	0.8%	0.7%	0.9%	1.1%
3. Déficit fiscal consistente	420	825	894	363	-342	-451	-890	-1550
4. Déficit fiscal consistente (% PIB)	1.0%	1.6%	1.4%	0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.7%	-1.0%

Fuente: Banco de La República

RESUMEN  
CONSOLIDADO FINANCIERO

											TASAS DE CRECIMIENTO							
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	
ACTIVOS	17321	22153	28192	34354	41375	50098	60597	72638	85757	27.9	27.3	21.9	20.4	21.1	21	19.9	18.1	
Reservas	5074	4825	5913	7096	8639	11130	13891	17203	21154	-4.9	22.5	20	22.5	28.1	24.8	23.8	23	
Crédito privado	10044	14714	19342	24332	30099	36601	44506	53675	63504	46.5	31.5	25.8	23.7	21.6	21.6	20.6	18.5	
Crédito público	594	562	375	-220	-1211	-1127	-3143	-4521	-6528	-5.4	-33.3	-158.8	430.3	76.4	47.1	43.9	38.4	
Otros	1609	2051	2562	3147	3798	4504	5342	5282	7256	27.5	24.9	22.8	20.7	18.6	18.6	17.6	15.3	
PASIVOS	17321	22153	28192	34354	41375	50098	60597	72638	85757	27.9	27.3	21.9	20.4	21.1	21	19.9	18.1	
M1	3193	4055	5857	6222	7510	8906	10363	12422	14347	27	25	22.8	20.7	18.6	18.6	17.6	15.3	
Cuasi-activos + otros	7376	10376	13342	16627	20371	24533	29545	35285	41403	37	28.6	24.6	22.5	20.4	20.4	19.4	17.3	
Omas privadas	358	1183	1504	913	62	0	0	0	0	23.2	26.6	-39.3	-93.2	0	0	0	0	
Certificados de cambio	1165	251	0	0	0	0	0	0	0	-78.5	-100	0	0	0	0	0	0	
Oblig. Ext. L.P.	1390	1343	1688	2003	2244	2348	2405	2447	2628	-3	25.2	19	11.7	4.7	2.4	1.8	7.4	
Patrimonio	3629	4935	6591	8385	11188	14311	18084	22483	27379	36	33.6	30.2	30.3	27.9	26.4	24.3	21.8	

Supuestos

En 1993:

Crédito Sector Privado: 46.5%

M1 = 27%

Cuasi-activos: 38%

Capital Sistema Financiero,

excluido Banco República: 49%

FUENTE: Banco de la República

En 1994 - 2000

Crédito Sector Privado: PIB Nominal + 6.5 en 1994;

PIB Nominal + 2 entre 1993-2000

Capital Sistema Financiero,

excluido Banco República: PIB Nominal + 2

## IMPLICACIONES PARA LA POLITICA DE ESTABILIZACION DE PRECIOS

En Colombia ha sido tradicional que la opinión pública se sienta cómoda con una inflación que fluctúe entre 20% y 30% anual y sea relativamente predecible, esto es, no muy variable de un año a otro. Lo anterior ha llevado a que la inflación aceptada sea año tras año repartida en acomodar el déficit fiscal, la acumulación de reservas internacionales (e implícitamente un cierto nivel de devaluación) y

cambios en el crédito interno para el sector privado. A su vez, todos los contratos en la economía se han indexado alrededor de esta inflación esperada, particularmente los laborales y las tarifas de los servicios públicos. Los ajustes de salario mínimo y del precio de la gasolina siguen también la norma de ajustarse de acuerdo con la inflación del año anterior. En estas circunstancias, es fácil inferir que la inercia inflacionaria en Colombia es muy grande. En la práctica se ha encontrado que bajar la inflación de un año a otro más de 3 o 4 puntos sólo es posible si coincide con un ciclo favorable de los precios agrícolas, una severa revaluación de la tasa de cambio, una recesión en la economía o una combinación de varias de ellas.

Con la independencia y autonomía otorgada por la nueva carta política al Banco Central se ha querido romper esta inercia y alcanzar, en un tiempo razonable, niveles de inflación similares a los internacionales. Pero esta no es una labor fácil. Los instrumentos al alcance del Banco Central, la política monetaria y cambiaria, tienen limitaciones en su efectividad cuando se usan intensivamente y pueden tener severos efectos en el comportamiento de la actividad real. Por ello, es indispensable lograr una adecuada coordinación con el ejecutivo para hacer consistente las políticas fiscal, tarifaria y salarial con los objetivos anti-inflacionarios.

### **Problemas de coordinación**

Son dos los tipos de problemas que se han encontrado para lograr una adecuada coordinación. El primero es que, a nivel de la opinión pública e incluso del gobierno, no existe una percepción clara sobre los beneficios de reducir la inflación por debajo de su rango normal. Metas de variación en los precios inferiores al 20% son más difíciles de aceptar por la comunidad, ya que la misma historia inflacionaria del pasado dificulta su credibilidad. Para el ejecutivo, su adopción puede percibirse como un sacrificio demasiado elevado en términos de crecimiento económico.

Aquí debo enfatizar que discrepo de aquellos que no ven beneficios en la reducción de la inflación. Si bien es cierto que el fenómeno en Colombia es menos nocivo debido a que la variación de precios es moderada y relativamente predecible, es indudable que tiene costos para la economía. Sin profundizar en este aspecto voy a mencionar tres efectos negativos que considero de importancia.

1. La variable que por excelencia miran los inversionistas extranjeros para determinar en un solo indicador el comportamiento y manejo de una economía es la inflación. Ella resume la seriedad y estabilidad futura de una economía y, por ende, influye de manera significativa en la dirección de los flujos de inversión extranjera y en el acceso y costo del crédito externo de largo plazo. Esto, adicionalmente, adquiere un mayor peso cuando los demás países del área presentan una tendencia a reducir su inflación a nivel internacional como es el caso de Argentina, Chile y México.

2. Otra razón para reducir la inflación a niveles internacionales es que ésta impide el desarrollo de un mercado de capitales de largo plazo, encareciendo la tasa de interés real, lo que afecta la inversión y por ende, el crecimiento potencial de la economía. Debe señalarse que es una constante empírica que a mayores niveles de inflación no sólo es mayor su variabilidad en términos absolutos, sino también en términos relativos. Por ello, aún en presencia de una inflación relativamente estable pero elevada, su variabilidad hará muy riesgosas las emisiones de papeles e inversiones financieras de mediano y largo plazo.
3. Mantener la inflación doméstica cuatro o cinco veces superior al promedio internacional crea el llamado "margen monetario" que induce actividades rentistas que se desarrollan para tener una participación en el mismo. Esto es ni más ni menos, la rebatiña por beneficiarse del impuesto inflacionario que pagan todos aquellos que mantienen medios de pago o cuyos ingresos están sujetos a contratos fijados en términos nominales. Este proceso de reparto requiere asignar recursos y facilita mantener desequilibrios que son costosos para la sociedad.

Una segunda dificultad en el proceso de coordinación de políticas es que existe la tendencia a efectuar los ajustes de precios basados en la inflación pasada y no en la esperada, con lo cual la inercia inflacionaria hace más difícil y costosa su reducción. De esta manera, los trabajadores hacen sus demandas salariales tratando de recuperar la capacidad adquisitiva perdida. Las empresas de servicios públicos tratan de hacer lo mismo con sus tarifas y, en general, todo quien tenga poder para establecer el precio de su producto tenderá a utilizar una regla parecida. En este gobierno se ha tratado de inducir a los trabajadores y al sector privado a reajustar sus salarios y contratos tomando en cuenta la inflación esperada. Si bien algún éxito se ha tenido en este frente, aún queda mucho camino por recorrer.

No obstante, sólo si la Junta Directiva del Banco de la República logra establecer una reputación en cuanto al cumplimiento de las metas de precios que se impone, será esperable que los agentes económicos las tomen en cuenta seriamente para efectuar sus decisiones de precios y salarios. Por ello es que para la Junta del Banco es vital alcanzar en estos años las metas de inflación que fija en conjunto con el ejecutivo, pues de lo contrario será mucho más difícil y costoso vencer la inercia inflacionaria.

Resumiendo, la coordinación de la política económica está en la médula no sólo de alcanzar las metas fijadas para los precios, sino de minimizar su costo en términos de crecimiento económico. Debe recalcar que la misión única que le encomendó la Constitución y la Ley a la Junta del Banco, es la defensa del poder adquisitivo de la moneda. En ese sentido, aún si no se logra una adecuada coordinación con el ejecutivo, tendremos que utilizar con la intensidad que sea necesaria los instrumentos a nuestro alcance: la política monetaria y cambiaria. En este sentido, aún a conciencia de la ineficiencia de la estrategia, la Junta no

podrá dejar de buscar sus metas aún en presencia de unas políticas fiscales, salariales o tarifarias adversas. Así, toda la política de estabilización recaería sobre el nivel de las tasas de interés para reducir el gasto privado y sobre la tasa de cambio para inducir una sustitución en la demanda de bienes no transables en favor de los transables. Afortunadamente, creo que hay claridad por parte del gobierno y del Banco Central que es beneficio de todos alcanzar la mayor coordinación posible en la política económica.

### **La política en el corto plazo**

Si bien la coordinación ha sido exitosa hasta el momento, la evolución reciente del IPC en los últimos meses causa mucha preocupación. En efecto, ha sido claro que mientras los precios de los bienes agrícolas y del sector industrial, diferentes a los asociados con la construcción, presentan comportamientos muy favorables, la evolución de los servicios personales, estatales y de arrendamiento muestran una dinámica bastante por encima del promedio, 26% a 28% anual, y no presentan signos de reversión en el corto plazo. Por el contrario, y en parte causado por los cambios en la política de comercio exterior relacionada con el sector agropecuario, registrados durante el presente año, el ciclo de precios de los alimentos entró en su fase ascendente y en esa medida la tendencia alcista en el índice se podría acentuar.

Una parte del problema se encuentra en el acelerado crecimiento de la demanda agregada. En efecto, cálculos recientes indican que la demanda agregada estaría creciendo a tasas del orden del 10% real. Este comportamiento no se refleja en los precios de los bienes transables, ya que precisamente gracias a la apertura su oferta es bastante elástica al precio. Asimismo, el ciclo de algunos bienes agrícolas no transables favoreció hasta ahora el comportamiento del precio de los alimentos. Sin embargo, todos aquellos bienes intensivos en mano de obra y, además, no transables internacionalmente, presentan severas limitaciones en su oferta y por ende, su ajuste se da típicamente vía aumento en los precios.

Por estas razones es que, aún cuando en la programación financiera era posible dar cabida a un déficit fiscal del 1% en el año 1993 y del 1.5% en 1994, la Junta del Banco consideró que el acelerado crecimiento del gasto público era inconveniente por su efecto en la evolución de precios de los bienes no transables. De esta manera, aún si la calidad del gasto público fuera siempre excelente, es indudable que un exceso de gasto puede hacer peligrar las metas de inflación del año 94 o requerir de un aumento excesivo en las tasas de interés y de una revaluación en la tasa de cambio que habría conducido a un crecimiento económico muy inferior al deseado por el gobierno.

Gracias al reciente acuerdo con el gobierno se alcanzará un déficit consolidado del sector público no financiero no superior a 0.6% en 1993 y 1.2% en 1994, se ha facilitado enormemente la consecución de la meta inflacionaria del 19%. Sin embargo, esto no es suficiente, pues es indispensable encontrar adecuadas anclas nominales para conseguir la meta de precios. Por ello,

enfatar que también es fundamental, para alcanzar la inflación deseada y minimizar su costo real, reducir los factores que tienden a reproducir la inflación, o sea los que le dan inercia al proceso. Con este propósito es fundamental adoptar una política salarial consistente con la meta de inflación. De esta manera, los aumentos en el salario mínimo y en los salarios oficiales no deben ser superiores al 19%. Así, además de que se estaría reduciendo el déficit fiscal, se estarían mandando las señales apropiadas al sector privado para efectos de sus propias negociaciones salariales.

Lo anterior debe concordar con el aumento del precio de la gasolina y de las tarifas en los servicios de energía eléctrica. En este último caso, reconocemos que es indispensable eliminar los subsidios que aún existen en el sector residencial, especialmente en los estratos 3 y 4, y reducir los de los estratos 1 y 2. Por ello es entendible que la indexación promedio de estas tarifas esté por encima del nivel de la inflación deseada, pero no más allá de unos tres puntos, ya que de lo contrario su influencia en la inercia inflacionaria se vuelve demasiado negativa para la consecución de las metas. Sin embargo, si por razones de carácter financiero y de la inversión requerida en el sector eléctrico se necesitan aumentos de tarifas aún mayores en el corto plazo, sería preferible que éstos se hicieran mediante incrementos puntuales y de una sola vez, que no tienen tanta incidencia en la dinámica de la inflación. También debe recalcar que se debe acelerar el proceso de ajuste interno de las empresas del sector, algunas de las cuales aún presentan una excesiva carga burocrática y salarial, y éstas deben alcanzar niveles internacionales de pérdidas en el proceso de distribución de la energía.

Si bien la perspectiva fiscal en el corto plazo es favorable desde el punto de vista de la coherencia macroeconómica, del plan de estabilización, en los años 1995 y 1996 las complicaciones se acentúan marcadamente. En efecto, producto de la mayor participación de las regiones en los ingresos corrientes de la Nación vía transferencias y regalías, la situación financiera del Gobierno Central se deteriorará aceleradamente en los próximos años. Así, se pasará de un déficit del orden de 0.5% del PIB a uno superior a 3 puntos del PIB. Adicionalmente, en estos años las inversiones de Ecopetrol en el desarrollo de los nuevos pozos petrolíferos hacen que su situación financiera también se encuentre bastante apretada.

De esta manera, mientras el déficit fiscal consistente con una paulatina reducción de la inflación es de alrededor del 1.0% en 1995 y 0.5% en 1996, el proyectado asciende a 2.9% y 1.6%, respectivamente (Cuadro 5). Adicionalmente, todas las proyecciones indican que será necesario generar un superávit fiscal a partir de 1997 para asegurar el cumplimiento del programa macroeconómico. En estas condiciones, de no iniciarse desde ahora un ajuste en las finanzas del Gobierno Central, nos encontraremos que a la vuelta de un par de años las cuentas macroeconómicas serán totalmente inconsistentes con un crecimiento adecuado del crédito al sector privado, ya que buena parte de éste lo estaría absorbiendo el gobierno, o alternativamente tendremos que aceptar niveles crecientes de inflación o revaluación.

En los años de 1994 a 1996, en los cuales se prevé el mayor desajuste en las finanzas públicas, es claro que el éxito del proceso de privatización de las empresas gubernamentales bajo el control del Fogafin, Fondo Nacional del Café, Ecopetrol, IFI y Corporación Nacional de Turismo será fundamental para reducir el exceso de financiamiento del gobierno que ahora se proyecta. De esta manera el proceso de privatización complementaría y serviría de puente mientras se ajustan en los niveles requeridos las finanzas del sector central.

En conclusión, tanto el crecimiento observado en el precio de los bienes no transables, como la perspectiva de un deterioro de las finanzas públicas a la vuelta de dos años, conforman un sólido argumento para moderar desde ahora el crecimiento del gasto público y, así, poder mantener una adecuada dinámica de la inversión privada congruente con una desaceleración de la inflación. Por ello, en el inmediato futuro será tan importante atenuar el déficit fiscal como buscar una mayor eficiencia y ahorro en el gasto gubernamental.

### **La política en el mediano plazo**

Si bien la situación a dos o tres años vista es bastante difícil desde la óptica de la política de estabilización, la situación no cambia en el mediano plazo. En efecto, tal como se observó en el Cuadro 5, a partir de 1997 se requiere de un superávit fiscal del orden de un punto del PIB si se desea mantener un adecuado financiamiento del sector privado. Por el contrario, proyectándose déficits alrededor del 1%, tenemos que para el final de la década, el desajuste se aproximaría a dos puntos del PIB. En estas circunstancias es indudable que se requiere de un cuidadoso manejo de los ingresos adicionales provenientes de las exportaciones de petróleo y del gasto público en general.

Con este propósito se debe adelantar desde ahora el siguiente ejercicio:

1. Estudiar detenidamente el presupuesto nacional para determinar si subsisten duplicaciones de gastos entre la nación, departamentos y municipios. Con la nueva ley de competencias y recursos se traslada una importante cantidad de fondos a las regiones, pero asimismo se debe transmitir con igual claridad las responsabilidades de gasto. Así, por ejemplo, en cuanto a carreteras es indispensable definir una red troncal nacional de cuyo mantenimiento y desarrollo se encarga el gobierno nacional, bien sea directamente o vía mecanismos de concesión con el sector privado. Las demás carreteras y las que se construyan por fuera del sistema troncal deberán ser financiadas por los departamentos. También será competencia de los gobiernos regionales y locales proveer los servicios de educación, salud y agua potable, mientras el sector central se limita a su planificación, apoyo técnico y a financiar parcialmente los subsidios a la demanda.

2. Es imprescindible que se difiera en el tiempo el gasto del excedente petrolero. No obstante, debe recordarse que una vez estos recursos se conviertan en ingresos corrientes de la nación, computan en forma automática para las transferencias a los departamentos y municipios. Por ende, será fundamental organizar un fondo de estabilización petrolero que capture una parte de los recursos excedentes, antes de que Ecopetrol los traslade a la Tesorería, de tal forma que estos fondos puedan invertirse en el exterior y se incorporen poco a poco en el presupuesto nacional. Esto se realizaría en la medida en que exista el espacio financiero para acomodarlos. Así, no se estaría lesionando de manera alguna los intereses de los departamentos y municipios, ya que se estaría simplemente difiriendo la entrega de parte del excedente petrolero, naturalmente incrementado por los rendimientos fruto de las inversiones efectuadas con dichos recursos.
3. Otra fuente de preocupación es que los municipios y departamentos contraten un endeudamiento excesivo contra sus ingresos futuros tanto interna como externamente. Para ello, será importante que las entidades que tienen competencia en la política crediticia (Banco de la República y Ministerio de Hacienda) desarrollen una política de regulación preventiva al respecto. Con ello, se estaría promoviendo un ordenamiento del gasto y de sus fuentes de financiamiento a la vez que se estarían evitando presiones inadecuadas en la demanda agregada.
4. Si bien como ya hemos comentado, es indudable que la política fiscal viene siendo manejada en forma muy ortodoxa desde mediados de la década pasada, no es muy significativo lo que se ha logrado para mejorar la calidad del gasto público. En especial deben perfeccionarse y hacerse más eficientes los mecanismos de contratación del Estado, para lo cual esperamos que la ley que fue recién sancionada tenga los resultados esperados. Asimismo, será fundamental fortalecer la capacidad de la Contraloría General de la República y la Procuraduría en su lucha contra la corrupción para lo cual cursan en el Congreso interesantes iniciativas.

Del análisis anterior es claro que si el país quiere iniciar el nuevo milenio con tasas de inflación de un solo dígito, será ineludible un gran esfuerzo fiscal que acomode generosamente las necesidades de financiamiento del sector privado, sin descuidar las funciones políticas y sociales del Estado. Este reto necesariamente conllevará un manejo prudente de las finanzas públicas, una mayor apertura de espacios para la inversión del sector privado, consolidar la apertura económica y la generación de un ahorro público, que serán la garantía de que en el país podamos mantener aceleradas tasas de crecimiento económico y a la vez una sostenida reducción de la inflación.

Para terminar, con el nuevo arreglo institucional que da independencia al Banco Central, ya no es válido operar en el contexto del dilema inflación o crecimiento, sino que es necesario dilucidar como coordinar los instrumentos de política para alcanzar las metas de precios acordadas en la Junta Directiva del Banco de la República, en la cual el gobierno está representado por el Ministro de Hacienda, de tal manera que se minimice el impacto negativo que pueda tener en la expansión del aparato productivo del país.

# EL PROCESO RECIENTE DE DESCENTRALIZACION FISCAL EN COLOMBIA Y SUS PERSPECTIVAS

Israel Fainboim \*  
Olga Lucia Acosta\*

## INTRODUCCION

La nueva Constitución Política de Colombia en sus artículos 356 y 357 y la Ley de Competencias y Recursos (Ley 60 de 1993) que reglamenta estos artículos, obligan al Gobierno Central a transferir a los gobiernos departamentales y municipales un porcentaje alto y creciente de sus ingresos corrientes. Si a estas transferencias se añaden los recursos que también por la Constitución (artículos 360 y 361) recibirán las entidades territoriales por concepto de regalías (especialmente por la explotación de Cusiana), el resultado va a ser un cambio sustancial en la composición del gasto público en los próximos años.

Estas decisiones, que acentúan el proceso de descentralización iniciado a comienzos de la década de los ochenta, pueden contribuir a mejorar significativamente la distribución del ingreso y en general el bienestar de la población en el mediano plazo, al aumentar la cobertura en educación, salud y servicios públicos. Sin embargo, no están exentas de riesgos. El propósito fundamental del presente artículo es identificarlos y discutirlos. El artículo se divide en tres partes; la primera parte, puramente teórica, contiene una discusión acerca de la asignación más apropiada de funciones e instrumentos fiscales entre niveles de gobierno, presenta las posibles razones para transferir recursos desde el nivel central y describe los tipos de transferencias disponibles y sus probables efectos sobre la asignación de recursos y el gasto público total. En la segunda parte se resumen las medidas recientes de descentralización, incluyendo tanto las adoptadas en la década de los ochenta (Leyes 14 de 1983, 12 de 1986, 29 y 57 de 1989 y 10 de 1990) como las de los últimos tres años, en particular, los cambios constitucionales, la Ley de Competencias y Recursos y el proyecto de Ley de Regalías; y en la tercera se

---

\*Asesores del CONFIS. Las ideas presentadas en este documento son responsabilidad de los autores y no comprometen a la institución para la cual trabajan. Se agradece la labor de asistencia de María Angélica Albino, Fernando Damián, Joaquín Florez y Luis Ignacio Lozano.

presentan algunas observaciones preliminares sobre los beneficios y riesgos del proceso de descentralización, utilizando como base de discusión las ideas presentadas en la primera parte.

## **I. FEDERALISMO FISCAL: LA TEORIA ECONOMICA DE LA DESCENTRALIZACION**

Aquella parte de la teoría fiscal que estudia la asignación más apropiada de funciones y de instrumentos fiscales a cada uno de los niveles de gobierno, las razones para transferir recursos entre niveles y la efectividad de los diversos tipos de transferencias intergubernamentales se conoce como **federalismo fiscal**. En este capítulo se resumen algunos de sus principales aportes, basándonos fundamentalmente en Oates (1991) y Stiglitz (1988).

### **A. Asignación de funciones entre niveles de gobierno.**

En la discusión de la adecuada distribución de funciones entre niveles del gobierno, generalmente se ha utilizado como punto de partida la división tripartita de funciones del gobierno de Musgrave: estabilización económica, redistribución del ingreso y asignación de bienes y servicios públicos. El mismo Musgrave ha establecido algunos criterios de distribución de estas funciones entre niveles de gobierno, que presentamos a continuación.

#### **1. Estabilización.**

Sin lugar a discusión, la responsabilidad de la política de estabilización debe estar en manos del Gobierno Central. Las razones son básicamente dos. En primer lugar, si cada nivel de gobierno tuviera la facultad de emitir dinero, los gobiernos regionales y locales tendrían el incentivo para financiar su gasto mediante estas emisiones, en lugar de gravar a sus comunidades con impuestos locales, dando como resultado una rápida expansión monetaria y presiones inflacionarias. En segundo lugar, las economías regionales y locales son abiertas, en el sentido de que importan y exportan de otras entidades territoriales la mayor parte de los bienes que consumen y producen, lo que limita la capacidad de sus gobiernos para desarrollar políticas efectivas de estabilización. Si por ejemplo un gobierno local recorta los impuestos para estimular a la economía local, la mayor parte del gasto privado adicional generado por esta medida se dirigirá a otras entidades territoriales, afectando muy poco al empleo local.

#### **2. Redistribución del ingreso.**

Existen también serias restricciones respecto de la capacidad de los gobiernos locales para el logro de este objetivo. En primer lugar, la movilidad potencial de los individuos y empresas puede impedir la redistribución. Si un gobierno local adoptara medidas drásticas para redistribuir el ingreso de los ricos a los pobres

de su comunidad, crearía incentivos a emigrar para las personas de altos ingresos y para inmigrar a los de bajos ingresos, haciendo inefectivas las medidas.

En segundo lugar, si la redistribución del ingreso se concibe como un "bien público nacional", en el sentido de que a los ciudadanos les importa no sólo el bienestar de los pobres de su entidad territorial sino de todo el país, las medidas estrictamente locales de redistribución no incorporarán la preocupación de la comunidad local por la pobreza en el resto de la nación.

Hay quien arguye sin embargo que afirmar que la redistribución del ingreso es un "bien público nacional" constituye sólo una hipótesis y que normalmente existe mayor interés a nivel local por los pobres de su respectiva comunidad que por los pobres del resto del país, lo que ha llevado a recomendar algún grado de cooperación entre niveles del gobierno para el desarrollo de esta función. Particularmente, la participación local en la administración de las políticas para reducir la pobreza puede mejorar la efectividad de estos programas (Oates (1991), pág. 45).

### **3. Provisión de bienes y servicios públicos.**

Para algunos bienes públicos como la defensa y la política exterior, que benefician a toda la nación, el Gobierno Central es el agente apropiado para proporcionarlos. Otros bienes y servicios, como la protección contra incendios, los parques, la recolección de basura y los servicios de acueducto y alcantarillado, son de carácter local y debían ser provistos por los gobiernos locales (ya sea producidos por estos o contratados con el sector privado), aunque la financiación puede provenir en parte del Gobierno Central. Para estos bienes y servicios el control centralizado tiende a resultar en un suministro relativamente uniforme de estos entre entidades territoriales, mientras que la producción local puede responder mejor a las preferencias y necesidades de la población y en consecuencia producir una asignación más eficiente de recursos.

Los gobiernos locales tienen mejor información e incentivos para proveer los bienes deseados por sus comunidades. En los casos en que hay grandes variaciones entre comunidades (en valores educativos, por ejemplo), esta es una ventaja importante. Las desventajas de descentralizar la provisión son unos costos de transacción posiblemente más altos (cada comunidad debe gastar recursos escogiendo, por ejemplo, su propio currículum), y las desigualdades que podrían resultar en la calidad de los servicios atendidos por diferentes comunidades cuando las decisiones se toman localmente.

En relación con algunos de estos bienes locales (los que estrictamente se pueden considerar como bienes "públicos") la descentralización permite además a las comunidades competir por su provisión y ofrecer un menú de alternativas sobre el cual escoger.

De acuerdo con una hipótesis desarrollada por Tiebout para estos bienes, si se cumplen algunos supuestos, la competencia entre comunidades dará lugar a que estas proporcionen los bienes y servicios que los individuos desean en una forma eficiente, sin necesidad de transferencias desde el Gobierno Central. La razón es que frente a las alternativas de bienes y servicios públicos que ofrecen las comunidades y de precios (impuestos y tarifas) de estas alternativas, los individuos pueden "votar con los pies", es decir, migrar hacia las comunidades que provean el paquete de bienes y servicios que desean al precio más atractivo. Esta migración, en busca de ganancias fiscales, obligará a los gobiernos locales a producir en forma eficiente los bienes y servicios públicos. Es decir, la competencia entre entidades puede actuar como una fuerza disciplinante para restringir el crecimiento del presupuesto.

Si bien el mecanismo de Tiebout es un poco extremo, pues los supuestos que requiere para su operación difícilmente se pueden cumplir<sup>1</sup> y cuando se cumplen, el resultado puede ser una distribución muy desigual del bienestar entre comunidades, tiene la virtud de destacar las ganancias potenciales de permitir a los individuos escoger entre los "paquetes" de bienes y servicios públicos que ofrecen las comunidades.

## **B. Asignación de tributos entre niveles de gobierno.**

Hay fuentes de ingreso más apropiadas para algunos niveles de gobierno que para otros. Musgrave también estableció unos principios generales en relación con la asignación de tributos:

1. Los niveles bajos de gobierno no deben utilizar gravámenes sobre bases tributarias muy móviles, pues estos crean incentivos a la migración y producen en consecuencia distorsiones en la actividad económica;
2. Los impuestos altamente redistributivos, como por ejemplo, un impuesto progresivo sobre la renta, deben centralizarse, por las mismas razones expuestas en el párrafo anterior;
3. Las bases tributarias que están distribuidas en forma muy desigual entre entidades territoriales deben centralizarse, para impedir desigualdades excesivas en las bases de estas entidades. Un ejemplo son los impuestos sobre recursos naturales no renovables como el petróleo;
4. Las tarifas son una fuente apropiada de ingresos a todos los niveles, pero particularmente atractivas a niveles descentralizados del gobierno. En un mundo de consumidores móviles (como el del modelo de Tiebout), las tarifas promueven una asignación eficiente de recursos a nivel local.

---

<sup>1</sup> Además, la migración parece depender poco de la oferta de bienes y servicios públicos de cada una de las comunidades.

En suma, una distribución óptima de tributos entre niveles de gobierno es aquella en la cual el Gobierno Central utiliza impuestos redistributivos (renta, ventas) e impuestos sobre bases tributarias dispersas (recursos naturales), mientras que los gobiernos locales se financian con impuestos sobre bases tributarias relativamente inmóviles (impuesto predial) y con tarifas. La práctica colombiana es consistente con estos principios.

### C. Justificación de las transferencias

La discusión anterior en relación con la división más apropiada de funciones y de instrumentos fiscales entre los diversos niveles de gobierno, provee los argumentos que justifican las transferencias intergubernamentales de recursos. Estos son básicamente tres:

1. El más importante y que explica el proceso de descentralización en Colombia, es la existencia de grandes disparidades en ingresos per-cápita entre regiones y en consecuencia en capacidad fiscal. Los departamentos más pobres, como por ejemplo Chocó y Nariño, tuvieron en 1985 ingresos per-cápita de \$69 mil y \$75 mil respectivamente, mientras que los ingresos por habitante en los departamentos de Quindío o Cundinamarca superaban los \$200 mil. Estas desigualdades se observan también en la capacidad tributaria per-cápita de estos departamentos: en 1991 los ingresos fiscales per-cápita de Chocó y Nariño fueron de \$6.486 y de \$5.187 respectivamente, mientras que en Quindío y Cundinamarca alcanzaban \$14.726 y \$32.246 respectivamente. Con las transferencias se pretende igualar la capacidad fiscal entre entidades territoriales, de manera que todas puedan obtener una canasta similar de servicios públicos con un mismo esfuerzo tributario. Se busca con ello lograr la "equidad fiscal horizontal" en el sector público.
2. Aún no existiendo grandes diferencias en ingresos per-cápita entre regiones, existe otro motivo para transferir recursos a las entidades territoriales: el Gobierno Central tiene mayor capacidad de recaudación de impuestos y puede ser un recaudador más eficiente que los gobiernos regionales y locales, en el sentido de que los costos administrativos adicionales de aumentar marginalmente los impuestos nacionales para financiar a los gobiernos regionales y locales pueden ser mucho más bajos que los de crear impuestos locales. Desde esta perspectiva, es conveniente que el Gobierno Central actúe como un agente recaudador de impuestos de las entidades territoriales y los recursos que obtenga por esta labor los transfiera posteriormente en forma incondicional a estas entidades.
3. Finalmente, las transferencias sirven para subsidiar ciertos programas locales que producen beneficios a aquellos que residen en otras comunidades (externalidades positivas). Ello exige transferencias con contrapartida para estos programas, a fin de estimular su expansión a niveles socialmente deseables.

En suma, de esta discusión y de la realizada en el punto anterior se puede concluir que un sistema óptimo de transferencias intergubernamentales debe consistir en transferencias con contrapartida, sin límite (open-end), para programas que generan externalidades sobre otras entidades territoriales y transferencias de propósito general a distribuir mediante una fórmula que proporcione mayores ingresos per-cápita a las entidades con desventaja fiscal.

En Colombia los recursos de las transferencias tradicionalmente se han dirigido a los sectores de educación y salud (Situado Fiscal) y a la provisión de servicios y de bienes "públicos". La educación y la salud son bienes privados, lo mismo que casi todos los servicios públicos. Los motivos por los cuales el sector público también provee estos bienes y el Gobierno Central los financia, están asociados con la existencia de externalidades en su provisión<sup>2/</sup> y con los efectos sobre la distribución del ingreso<sup>3/</sup>. Existiendo externalidades, si se dejara al mercado proveer estos bienes, se producirían en cantidades sub-óptimas.

En el caso de algunos servicios públicos, la justificación tradicional del suministro estatal ha sido el argumento de que estos servicios tienen características de monopolio natural, lo que no ocurre en todos los casos. En Colombia, además, se han utilizado los subsidios cruzados para redistribuir ingresos mediante los servicios públicos, aunque esta política se ha ido modificando en los últimos años para dar paso a los subsidios directos.

#### D. Tipos y efectividad de las transferencias

Con las transferencias el Gobierno Central puede querer alterar las acciones de los gobiernos locales, estableciendo incentivos para dirigir los recursos a determinados usos. Que pueda lograr este objetivo depende de las características de la transferencia. Estas se pueden dividir en **transferencias de propósito general** (block grants) y **transferencias específicas** (categorical grants), las que a su vez se subdividen en **con contrapartida** (matching grants) y sin ella.

Las **transferencias específicas** se otorgan para propósitos predeterminados (educación, salud, etc.), mientras que las **de propósito general** son libres de usar por parte de los gobiernos locales para el fin que deseen. El Situado Fiscal es un ejemplo de transferencia específica.

El monto de las transferencias puede aumentar con los gastos de los gobiernos locales, es decir, el Gobierno Central puede aportar fondos que com-

2 Hay importantes beneficios públicos de tener una ciudadanía educada, que al migrar proporciona beneficios a otras comunidades; y la productividad laboral puede aumentar y mejorar la salud pública si se incrementan los gastos en salud en algunas áreas.

3 Debido a que la educación juega un papel importante en la determinación del futuro económico de los individuos, un mayor gasto público en educación dirigido a quienes no pueden tener acceso a ella, puede mejorar la distribución del ingreso en mediano plazo.

plementen el gasto local hasta un cierto monto. En este caso la transferencia se denomina **con contrapartida**.

Desde un punto de vista puramente teórico, estos tipos de transferencias difieren en su efecto sobre el gasto público local y sobre el esfuerzo fiscal de los gobiernos locales. Las **transferencias de propósito general**, al aumentar el ingreso de la comunidad (efecto ingreso), pueden dar lugar a un aumento en el gasto de ésta tanto en bienes públicos locales como en bienes privados. En consecuencia, con la transferencia el gasto en bienes públicos aumenta, pero no en el mismo monto de esta. El dinero del Gobierno Central sustituye en parte al dinero local, permitiendo que los gobiernos locales reduzcan los impuestos que aplican a sus comunidades y que estas gasten en bienes privados los recursos adicionales de que disponen gracias a la reducción de impuestos. Es decir, este tipo de transferencias puede llevar a una disminución del esfuerzo fiscal de los gobiernos regionales y locales (ver Figura 1a).

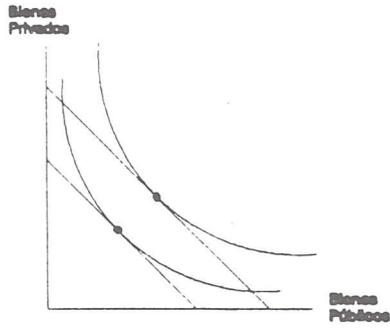
El efecto puede ser el mismo en el caso de las **transferencias específicas** (aumentar en una suma fija el ingreso de la comunidad, es decir, producir tan solo un efecto ingreso), siempre y cuando el monto atado al gasto en un bien o servicio público específico sea menor o igual que la cantidad que la comunidad desea gastar en él. Si esto ocurre, la transferencia sustituirá al aporte local para este bien. En caso contrario, el gasto en el bien o servicio pre-establecido aumentará en la diferencia entre la transferencia y la cantidad previamente gastada en él por la comunidad local.

Esto se ilustra en la Figura 1b. Si el gobierno local gasta una suma OA en recolección de basuras y la transferencia para este propósito es de un monto igual o inferior a esa suma, no producirá ningún efecto sobre el gasto en recolección.

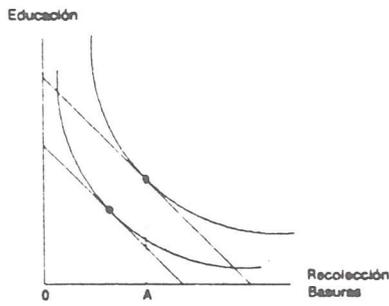
En contraste, las transferencias **con contrapartida** pueden dar lugar a un aumento mayor en el gasto público que en los dos casos anteriores, pues reducen el precio relativo de los bienes públicos (ver Figura 1c). Es decir, no solo producen un efecto ingreso sino también un efecto sustitución. En consecuencia, si el objeto del Gobierno Central es estimular la provisión de algunos bienes predeterminados, un sistema de transferencias con contrapartida es mucho más efectivo que uno de transferencias generales o específicas.

No obstante lo anterior, si bien las transferencias con contrapartida inducen un gasto mayor en bienes públicos si se las compara con una transferencia general que proporcione a la comunidad el mismo nivel de bienestar, el costo para el Gobierno Central (en términos de bienes privados) es mayor que en el caso de una transferencia general. Como se observa en la Figura 1c, una transferencia general de DC proporciona el mismo nivel de bienestar que una con contrapartida de DB. En consecuencia, hay una pérdida en eficiencia de CB asociada con la transferencia con contrapartida.

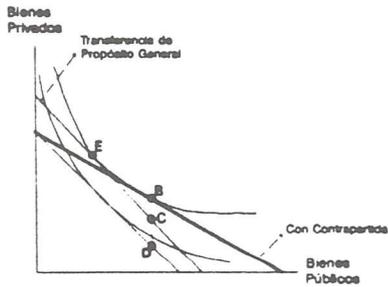
**Figura 1**  
**EFFECTOS DE LAS TRANSFERENCIAS**



**(a) De propósito General**



**(b) Específica**



**(c) Con Contrapartida**

La evidencia empírica a nivel internacional apoya la predicción de que las transferencias con contrapartida son más efectivas en inducir mayor gasto público local, pero no la de que las generales o las específicas aumenten el gasto público local en un monto mucho menor que la transferencia. La evidencia sugiere que estas últimas tienen mayores efectos sobre el gasto local que los que predice la teoría. A este resultado se le ha llamado el efecto papel matamoscas ("flypaper effect"): el dinero se pega adonde se dirija ("money sticks where it hits").

Se han ofrecido varias explicaciones de este efecto (Stiglitz (1988), págs 647-648):

1. Cuando las transferencias no tienen contrapartida, la comunidad que las recibe no percibe el verdadero costo marginal del gasto público. Los costos marginales exceden a los costos medios, y la comunidad está más enterada de los últimos que de los primeros.
2. Otra explicación afirma que, al menos en el corto plazo, la burocracia local tiene considerable discreción sobre el presupuesto local. Si recibe recursos adicionales, la comunidad no tendrá, en el corto plazo, los medios para forzarla a devolverle los recursos en la forma de menores impuestos.
3. Una tercera explicación señala que si los gobiernos locales no pueden mostrar crecimientos año a año en el gasto, el Gobierno Central creerá que están sustituyendo recursos propios por las transferencias y dejará de transmitirles.

## II. EL PROCESO DE DESCENTRALIZACION EN COLOMBIA

### A. Antecedentes cercanos

Los antecedentes legales más cercanos del actual proceso de descentralización fiscal son las Leyes 14 de 1983, 12 de 1986, 29 y 57 de 1989 y 10 de 1990. La Ley 14 buscó fortalecer las finanzas regionales y locales; la Ley 12, obligó a transferir a los municipios un porcentaje creciente del impuesto a las ventas; la Ley 29 delegó el nombramiento y administración del personal docente en los alcaldes; la Ley 57, creó FINDETER, un banco de fomento para la construcción de infraestructura local; y la Ley 10 modificó la base de liquidación del Situado Fiscal y ordenó transferir el 50% de éste para atención de salud a nivel municipal.

#### 1. Ley 14 de 1983

Esta ley buscaba fortalecer las departamentales y municipales. En relación con los impuestos departamentales, se modificaron los impuestos al consumo de

licor y cigarrillos y se cedió el impuesto al timbre nacional a los vehículos a los departamentos. En cuanto a los dos primeros, se estableció una tasa uniforme y constante en el tiempo y una base con ajustes periódicos y automáticos. En el caso de los licores existían anteriormente gravámenes específicos diferentes en los departamentos y la base del impuesto se ajustaba teniendo en cuenta el cambio de precios decretado por las licoreras del Estado. En los cigarrillos, antes de la Ley 14 regían diferentes tarifas dependiendo de la procedencia del cigarrillo y la materia prima utilizada y el ajuste en la base se daba trimestralmente. Respecto al impuesto de timbre nacional a los vehículos, el Gobierno Central lo reestructuró y cedió a los departamentos, bajo la condición de que el 80% de los recaudos se destinarán a inversión.

La Ley 14 introdujo otros cambios en la tributación local:

-Se obligó a actualizar la base del impuesto predial y se fijaron reglas provisionales para mantenerla constante en términos reales. Para ello se actualizó el avalúo catastral, aplicando una corrección acumulativa anual del 10% desde el último avalúo; el Instituto Geográfico Agustín Codazzi quedó con la obligación de avaluar las propiedades y en caso de que no lo hiciera, se introduciría automáticamente un ajuste de acuerdo con el índice de precios al consumidor.

-La base y la tasa de los impuestos de Industria y Comercio también se modificaron.

-Finalmente, se estableció un impuesto local para los vehículos privados.

## **2. Ley 12 de 1986**

Esta ley modificó la cesión del IVA, ordenando transferir a los municipios un porcentaje creciente de este impuesto: 25.8% en 1986; 25.9% en el 87; 26.4% en el 88; 27% en el 89; 27.5% en el 90; 28% en el 91 y 28.5% de 1992 en adelante. La distribución de estos recursos debía hacerse en proporción a la población de las entidades territoriales, y dentro de cada entidad territorial en proporción a la población municipal. De estos porcentajes los municipios podían utilizar hasta el 25.8% en forma libre. La diferencia entre este valor y el tope de la asignación debía destinarse exclusivamente a gastos de inversión.

La Ley 12 asignó también un porcentaje adicional a los mencionados anteriormente para municipios con población inferior a los 100.000 habitantes. Ese porcentaje partió del 0.4% en 1986 para llegar al 16.8% en 1992. Su distribución se debía hacer en proporción a la población y al esfuerzo fiscal de los municipios, medido este último por los recaudos (tarifas efectivas) del impuesto predial. Igualmente la ley asignó otro porcentaje a entidades diferentes a los municipios (Cajas Seccionales de Previsión, antiguas Intendencias y Comisarías, Instituto Geográfico Agustín Codazzi, IGAC, y Escuela Superior de Administración Pública, ESAP), que pasaría de 4.4% en 1986 a 4.7% en 1992.

Sumados los anteriores porcentajes, alcanzarían el 50% del producto de este impuesto en 1992.

Adicionalmente, la Ley 12 otorgó al Gobierno Nacional facultades extraordinarias durante un año para realizar una reforma de las entidades descentralizadas, que asignara funciones de los Ministerios y Departamentos Administrativos a las entidades locales beneficiarias de la cesión del IVA y fusionara o liquidara otras de acuerdo con la redistribución del gasto resultante de los incrementos en la cesión del IVA.

Finalmente, el Decreto 77 reglamentario de la Ley 12 de 1986 estableció el mecanismo de cofinanciación, instrumento para orientar la inversión pública territorial a sectores prioritarios donde exista un interés mutuo entre varios niveles de gobierno. El Decreto determinó que las entidades que antes ejecutaban proyectos locales (Fondo Nacional de Caminos Vecinales, Fondo Nacional Hospitalario, DRI, ICA e Incora) sólo podrían hacerlo en adelante en concurrencia con los municipios (Vargas et, al. (1993), pág. 334).

### **3. Ley 29 de 1989**

Esta ley delegó el nombramiento y administración del personal docente en los alcaldes. En su artículo 9o. asignó a los Alcaldes las funciones de nombrar, trasladar, remover, controlar y en general, administrar el personal docente y administrativo de los establecimientos educativos nacionales y nacionalizados, plazas oficiales de colegios cooperativos, privados y jornadas adicionales. Sin embargo, los salarios y prestaciones sociales de este personal continuaron a cargo de la Nación y esta se eximió de responsabilidad por los nombramientos que excedieran las plantas de personal aprobadas por el Gobierno Nacional.

La ley además facultó al Ministro de Educación Nacional para suscribir convenios con las entidades territoriales para reorganizar, determinar funciones y asignar recursos humanos, físicos y financieros de los Centros Experimentales Piloto, CEP, y los Fondos Educativos Regionales, FER (artículos 14 y 16).

De acuerdo con la Ley, el proceso de ejecución de lo estipulado en el artículo 9o. debía estar concluido en un plazo máximo de un año, contado a partir de su promulgación.

### **4. Ley 57 de 1989**

Como los municipios contaban con una mayor capacidad de endeudamiento como consecuencia de los mayores ingresos por transferencias, el gobierno vio la necesidad de institucionalizar una adecuada política de crédito que consolidara el proceso de descentralización. Para esto presentó

un proyecto que se convirtió en la Ley 57 de 1989, que creó la Financiera del Desarrollo Territorial, FINDETER, organismo de estructura y funciones similares a las de un Banco de Fomento.

FINDETER sustituyó al Fondo Financiero de Desarrollo Urbano, FFDU, el cual operaba como línea de redescuento del BCH. A diferencia del FFDU, la nueva entidad tiene patrimonio propio e independencia para cumplir su objetivo de financiar el desarrollo regional. Vinculada al Ministerio de Hacienda y Crédito Público, cuenta con aportes de la Nación, el Banco de la República, el Banco Central Hipotecario y otras entidades públicas, y de ella también pueden ser socios entidades de nivel regional, seccional y municipal. Tiene como principales funciones las siguientes:

- Otorgar recursos a los entes territoriales y asociaciones de municipios, para realizar proyectos de infraestructura de agua potable, electricidad, vías, telefonía, educación, salud y en general cualquier proyecto local;
- Participar en la ejecución y administración de estos proyectos en caso necesario;
- Captar recursos mediante emisión de bonos, operaciones de crédito externo y contratación con entidades bancarias y/o financieras oficiales y con entidades públicas.

FINDETER constituye un banco de fomento, que presta el dinero para la ejecución de las obras mediante el sistema de redescuento.

## **5. Ley 10 de 1990**

Por medio de la Ley 10 de 1990, la Nación buscó, en primer lugar, reorganizar el Sistema Nacional de Salud, definiendo para tal efecto las obligaciones de las instituciones de carácter público o privado a las cuales se les autorizó la prestación de los servicios.

La ley confirió la dirección del Sistema de Salud al Ministerio de Salud, quien desde ese momento es la institución encargada de dictar las políticas, distribuir los recursos y coordinar la ejecución y el seguimiento de los planes y proyectos de las entidades territoriales.

La Ley dispuso la creación de fondos locales o seccionales de salud, con el objetivo de manejar como una cuenta especial del presupuesto de las entidades

territoriales todas las rentas nacionales cedidas o transferidas para prestar servicios de salud, así como los recursos del Situado Fiscal para salud, y los recursos libremente asignados o en cofinanciación para este mismo sector. El Fondo Nacional Hospitalario se encargaría de asesorar a los fondos locales de salud, responsables de la ejecución de los planes; labor que estos últimos podrían realizar en forma directa o mediante contratos con entidades privadas.

Para que los fondos locales asumieran completamente las funciones de su competencia, la ley previó un período de transición de 5 años para los departamentos y de 7 para los municipios, período durante el cual se deberán consolidar los cambios administrativos necesarios. Una vez cumplidos estos requisitos, la Nación cederá a favor de los municipios el personal y los recursos necesarios para el normal desarrollo de sus funciones.

En segundo término, la Ley 10 modificó la Ley 46 de 1971 en lo relativo al situado fiscal para salud. Esta ley dispuso que a partir del presupuesto de 1991, los recursos para salud deberán ser iguales al 4% de los ingresos ordinarios de cada anualidad fiscal, aumentando acumulativamente en medio punto en cada vigencia, sin que su monto global sobrepase el 25% de los ingresos ordinarios.

Se estableció que los recursos del Situado Fiscal para salud deberían destinarse íntegramente para gastos de prestación del servicio. Para cumplir con esta norma indicó que el Ministerio de Salud, en coordinación con los servicios seccionales, debía establecer un programa para que en un plazo no mayor de cinco años se sustituyan las asignaciones del situado fiscal a gastos de funcionamiento por recursos ordinarios del presupuesto seccional y local, o por otros recursos diferentes a éste.

Las entidades territoriales deberían distribuir no menos del 50% de los recursos del situado fiscal para salud entre los municipios de su jurisdicción, teniendo en cuenta los siguientes criterios: población cubierta por los servicios oficiales de salud, categoría socioeconómica del municipio y estímulos a los aportes locales. La transferencia de estos recursos exige a los municipios y distritos una reorganización administrativa e institucional a través del cumplimiento de una serie de requisitos, en un plazo de uno a cinco años.

Finalmente, la Ley 10 confirió a la Nación la explotación monopólica, en beneficio del sector salud, de todas las modalidades de juegos de suerte y azar diferentes de las loterías y apuestas permanentes existentes. Adicionalmente, autorizó la creación de Ecosalud, para la explotación y administración de este monopolio rentístico.

**Cuadro 1**  
**ALGUNOS ANTECEDENTES LEGALES DEL ACTUAL PROCESO DE DESCENTRALIZACIÓN**

Legislación	Principales Objetivos	Mecanismos	Asignación de Competencias	Criterios Asignación Recursos	Destinación Específica los Recursos	Periodos de Transición
Ley 14 de 1983	Fortalecer las finanzas regionales y locales	<p>Introdujo cambios en los impuestos departamentales al consumo de licor y cigarrillos y al timbre nacional a los vehículos</p> <p>Modificó la base y la tasa del impuesto de Industria y Comercio</p> <p>Estableció un impuesto local para los vehículos privados</p> <p>Obligó a actualizar la base del predial y fijó las reglas para mantenerlo constante en términos reales</p>			80% de los recaudos debían destinarse a inversión	
Ley 12 de 1986	Transferir a los municipios un porcentaje creciente del impuesto a las ventas	<p>La distribución de estos recursos debía hacerse en proporción a la población de las entidades territoriales, y dentro de cada entidad territorial en proporción a la población municipal</p> <p>Porcentaje adicional para municipios con población inferior a 100 000 habitantes, utilizando como criterios de repartición la población y el esfuerzo fiscal del municipio</p> <p>Se asignó un porcentaje a las cajas seccionales de previsión, antiguas Intendencias y Comisarias, IDAC y ESAP</p>		En proporción a la población y al esfuerzo fiscal de los municipios, medido este último por los recaudos efectivos del del impuesto predial	Los municipios podían utilizar hasta el 25.8% en forma libre. El valor restante debía utilizarse exclusivamente para gastos de inversión	
Ley 29 de 1989	Descentralizar administrativamente el sector educativo	<p>Delegar el nombramiento y administración del personal docente en los alcaldes.</p> <p>Facultó al Ministro de Educación Nacional para suscribir convenios con las entidades territoriales para reorganizar, determinar funciones y asignar recursos humanos, físicos y financieros de los FER y los CEP</p>				De acuerdo con la Ley el proceso de ejecución de lo estipulado en el artículo 9o debía estar concluido en un plazo máximo de un año, contado a partir de su promulgación.

**Cuadro 1**  
**ALGUNOS ANTECEDENTES LEGALES DEL ACTUAL PROCESO DE DESCENTRALIZACION**

Legislación	Principales Objetivos	Mecanismos	Asignación de Competencias	Criterios Asignación Recursos	Destinación Especifica los Recursos	Periodos de Transición
Ley 57 de 1989	institucionalizar una adecuada política de crédito para consolidar la descentralización mediante la creación de un banco de fomento para la construcción de infraestructura local	Creo la Financiera del Desarrollo Territorial, FINDETER, organismo de estructura y funciones similares a las de un Banco de Fomento			Los recursos deben emplearse en proyectos de infraestructura de agua potable, electricidad, vías, telefonía, educación, salud y en general cualquier proyecto local	
Ley 10 de 1990	Reorganizar el sistema Nacional de Salud  Modificar la base de liquidación del situado fiscal para salud y su transferencia	Dispuso que los recursos para salud deberán ser iguales al 4% de los ingresos ordinarios de la Nación en 1991, incrementándose medio punto en cada vigencia con un tope del 25% de los ingresos ordinarios  Exigir a los municipios el cumplimiento de requisitos para el giro mensual de situado fiscal para Salud  Dispuso la creación de Fondos Locales o Seccionales de Salud, a fin de centralizar todos los recursos presupuestales para prestar servicios de salud	Los recursos del situado fiscal para salud se destinaron a financiar la prestación de servicios de salud de acuerdo con un orden de prioridades señalado en el Decreto	Población cubierta por los servicios oficiales de salud  Categoría socioeconómica del municipio  Estímulo a los aportes locales	Como mínimo 50% de los recursos del Situado Fiscal para salud se empleara en la atención de salud en los municipios  La distribución se ajustara de acuerdo con las prioridades de servicio y porcentajes determinados por el Ministerio de Salud para cada una de las áreas de atención	Previo un periodo de transición, 5 años para los departamentos y 7 para los municipios antes de que los fondos locales asuman completamente las funciones de su competencia  Estableció un plazo no mayor a cinco años para reducir las asignaciones actuales del situado fiscal a gastos de funcionamiento  Otorgo un plazo de uno a cinco años para que los municipios cumplan con los requisitos exigidos demostrando así su transformación administrativa e institucional

## B. Los cambios constitucionales

La nueva Constitución, promulgada en julio de 1991, estableció nuevos parámetros para el situado fiscal, las transferencias a los municipios y las regalías.

En relación con el **situado fiscal**, el artículo 356 determinó que debía aumentar anualmente hasta llegar a un porcentaje de los ingresos corrientes de la Nación que permita atender adecuadamente los servicios para los cuales está destinado<sup>4</sup>. Con este fin, incorporó a los ingresos corrientes la retención del impuesto a las ventas y todos los demás recursos que la Nación transfiera directamente para cubrir gastos educativos.

Este artículo le da responsabilidad directa a los departamentos (o a los municipios por delegación de ellos, de acuerdo con sus capacidades administrativas) para asumir la atención de los servicios de Educación y Salud, siempre que se les hayan asignado los recursos suficientes para hacerlo.

En cuanto a la distribución de los recursos, estableció que un quince por ciento del situado fiscal se debía distribuir por partes iguales entre los departamentos, el distrito capital y los distritos de Cartagena y Santa Marta. El resto se asignaría en proporción al número de usuarios actuales y potenciales de los servicios mencionados, teniendo en cuenta, además, el esfuerzo fiscal ponderado y la eficiencia administrativa de la respectiva entidad territorial. Estos porcentajes podrán revisarse cada cinco años por iniciativa del Congreso

La Constitución en su artículo 357 también estableció la **participación de los municipios en los ingresos corrientes de la Nación**, sustituyendo con estos recursos la transferencia del IVA. Determinó una participación creciente de los municipios en estos ingresos, que parte del catorce por ciento (14%) en 1993 hasta alcanzar el veintidós por ciento (22%) como mínimo en el 2002. Se excluirán de esta participación los impuestos nuevos cuando el Congreso así lo determine y, por el primer año de vigencia, los ajustes a tributos existentes y los obtenidos mediante emergencia económica.

La distribución de estos recursos debe hacerse así: sesenta por ciento en proporción directa al número de habitantes con necesidades básicas insatisfechas y al nivel relativo de pobreza de la población del respectivo municipio; el resto en función de la población total, la eficiencia fiscal y administrativa y el progreso demostrado en calidad de vida, asignando en forma exclusiva un porcentaje de esta parte a los municipios menores de 50.000 habitantes. El artículo 357 señala que la ley definiría: i) las áreas a las que se destinarían dichos recursos; ii) el porcentaje que debería invertirse en zonas rurales y; iii) los resguardos indígenas que serían considerados como municipios.

---

4 De acuerdo con el artículo, los recursos del situado "se destinarán a financiar la educación preescolar, primaria, secundaria y media, y la salud, en los niveles que la Ley señale, con especial atención a los niños.

Respecto a **regalías**, el artículo 360 de la Constitución establece que tendrán derecho a participar en ellas los departamentos y municipios en cuyo territorio se adelanten explotaciones de recursos naturales no renovables, así como los puertos marítimos y fluviales por donde se transporten dichos recursos o productos derivados de los mismos.

El artículo 361 crea el Fondo Nacional de Regalías, financiado con los ingresos provenientes de las regalías que no sean asignados a los departamentos y municipios, y destina sus recursos a las entidades territoriales para la promoción de la minería, la preservación del ambiente y la financiación de proyectos regionales de inversión prioritarios.

Los artículos mencionados están relacionados con la descentralización del gasto. Sin embargo, los Constituyentes no olvidaron la descentralización de las fuentes de ingreso. Con el propósito de otorgar mayor autonomía a los entes territoriales, el artículo 338 facultó a las asambleas departamentales y a los consejos distritales y municipales para imponer las contribuciones fiscales y parafiscales que consideren necesarias.

Finalmente, vale la pena anotar que la descentralización fiscal en Colombia ha venido acompañada de la descentralización política. La nueva Constitución reafirmó la elección popular de alcaldes (establecida por la Ley 78 de 1986 y puesta en práctica en marzo de 1988) mediante los artículos 260 y 314 y determinó la de gobernadores (artículos 260 y 303), funcionarios que anteriormente eran elegidos por los gobernadores y el Presidente respectivamente.

## C. La Ley de competencias y recursos

La Ley 60 de 1993 (agosto 12) vino a reglamentar los artículos 356 y 357 de la Constitución, estableciendo las **Competencias** que en áreas como salud, educación, vivienda, agua potable y otros servicios públicos, deberán asumir la Nación, los departamentos, los distritos y los municipios y determinó la distribución de los **Recursos** que se destinarán a las mismas con base en los ingresos corrientes de la Nación.

### 1. Asignación de competencias

De acuerdo con la Ley 60, a **la Nación**, a través de los Ministerios, Departamentos Administrativos, o cualquier otra organización del Nivel Central, le corresponderá formular las políticas y objetivos de desarrollo de los sectores sociales y asignar los recursos de transferencias. Igualmente le corresponderá evaluar los resultados obtenidos por los entes territoriales, con el fin de garantizar el adecuado uso de los recursos asignados. La evaluación permitirá adicionalmente refinar la distribución de recursos de acuerdo con las necesidades y capacidades de cada ente territorial.

Los **Departamentos**, una vez cumplidos los requisitos exigidos en cuanto a adecuación institucional y administrativa, ejercerán las labores de planeación y administración de los sectores educativo, salud y asistencia a poblaciones de menores recursos.

Los **Distritos** cumplirán con las labores de planeación y administración en los sectores educativo, salud, agua potable y saneamiento ambiental que corresponden tanto al nivel departamental como al municipal. Por ello, comparten las responsabilidades y competencias de ambos niveles. A esta categoría pertenecen el Distrito Capital y los Distritos Especiales de Cartagena, Santa Marta y Barranquilla.

Finalmente, los **Municipios** que logren un determinado nivel de desarrollo administrativo e institucional, asumirán responsabilidades en los sectores educativo, salud, agua potable y saneamiento ambiental, vivienda, atención a la población de menores recursos y el sector agropecuario, fomentando la participación de empresas particulares en aquellos sectores en que la legislación lo permita.

Este proceso de asunción de competencias, que se desarrollará paulatinamente, requerirá además el apoyo por parte de la Nación a los entes territoriales, tanto a nivel técnico como financiero. Esta labor se reflejará en su participación en la prestación de servicios médicos especializados, el impulso de campañas de salud de cobertura nacional y en la cofinanciación de los planes de desarrollo regional y/o local, entre otros.

En igual forma que la Nación brindará apoyo a los Departamentos, estos tendrán el compromiso de brindar asesoría y participar técnica y financieramente en los planes de desarrollo presentados por sus municipios, labor que se mantendrá hasta el momento en que estos últimos puedan asumir sus competencias. Adicionalmente, deberán actuar como intermediarios entre los Municipios y la Nación

## 2. El situado fiscal

Como es sabido, esta transferencia ha constituido la principal fuente de financiamiento de la educación primaria y de los servicios básicos de salud de las entidades territoriales, siendo administrada por los FER y los Servicios Seccionales de Salud, entidades seccionales del Gobierno Central. La Ley 46/71 la fijó en 13% de los ingresos ordinarios de la Nación (definidos como ingresos corrientes menos rentas de destinación específica) y determinó que el 74% del situado financiaría los gastos de funcionamiento de la educación primaria y el resto los de salud.

Dos criterios determinaban la distribución territorial de los recursos: el primero, un criterio de necesidad, representado por la población de cada depar-

tamento, absorbía el 70% de los recursos; el segundo, un criterio territorial, distribuía el 30% restante por partes iguales entre los departamentos y el Distrito Capital.

La Ley 60 redefinió el Situado como el porcentaje de los ingresos corrientes de la Nación que sería cedido a los Departamentos, el Distrito Capital y los Distritos Especiales para la atención de los servicios públicos de educación y salud, de acuerdo con lo dispuesto en los artículos 49, 67 y 365 de la Constitución.

De acuerdo con la ley, los **Ingresos Corrientes de la Nación** están constituidos por los ingresos tributarios y no tributarios, excluyendo de esta base de cálculo los recursos del Fondo Nacional de Regalías, y los definidos por el artículo 19 de la Ley 6a. de 1992 como exclusivos de la Nación. En ningún caso podrán deducirse de los Ingresos Corrientes para efectos del cálculo del Situado Fiscal, las rentas de destinación específica autorizadas por el artículo 359 de la Constitución, es decir:

- Las participaciones previstas en la Constitución en favor de los Departamentos, Distritos y Municipios
- Las destinadas para inversión social; y
- Las que, con base en leyes anteriores, la Nación asigna a entidades de previsión social y a las antiguas Intendencias y Comisarías.

Para las vigencias fiscales de 1994 y 1995 se excluyen de la base de cálculo del Situado Fiscal el IVA al cemento y las rentas asignadas a las antiguas Intendencias y Comisarías y a las entidades de Previsión Social. Los ahorros que se perciban por este concepto en el presupuesto de la Nación se distribuirán entre las entidades territoriales cuyos niveles de Situado Fiscal por habitante pobre se encuentren por debajo del Situado Fiscal Nacional por habitante pobre. Los recursos se transferirán en proporción a la participación de los usuarios potenciales en salud y educación de cada entidad territorial beneficiada por esta norma, dentro del total de las mismas. Este indicador estará ponderado por el INBI suministrado por el DANE.

Para 1993, de acuerdo con el proyecto de Presupuesto de la Nación, el Situado Fiscal se estimó en 22.1% de los ingresos, que corresponde a \$1.048.200 millones, cifra que se distribuyó a nivel nacional así: Salud, \$224.200 millones y Educación, \$824.000 millones.

Para los años siguientes, el Situado Fiscal transferirá anualmente un porcentaje creciente de los Ingresos Corrientes de la Nación a los entes territoriales: 23% en 1994, 23.5% en 1995 y 24.5 en 1996. Cada cinco años contados a partir del 7 de julio de 1991, a iniciativa del Congreso, podrán revisarse el nivel del Situado Fiscal y las reglas y procedimientos definidos para su distribución.

### a. Distribución del situado fiscal

La Nación, por medio del Departamento Nacional de Planeación, aplicará los criterios contemplados en la ley a fin de determinar los montos correspondientes a cada uno de los entes territoriales. Los principios generales de distribución que definió la ley son los que se presentan en el Cuadro 2:

CUADRO 2 DISTRIBUCIÓN DEL SITUADO FISCAL ENTRE DEPARTAMENTOS Y DISTRITOS		
15%	85%	
	<i>SIT. FISCAL MÍNIMO</i> X%	(85-X)%
En partes iguales entre los Departamentos, el Distrito Capital, Cartagena, Santa Marta y Barranquilla.	Un porcentaje variable que asegura, junto con el 15% básico, el cubrimiento de los gastos de los usuarios actuales de los servicios de salud y educación.	Se asignará en proporción a: - La población potencial por atender en los sectores de salud y educación. - El esfuerzo fiscal ponderado

El Situado Fiscal Mínimo busca mantener la asignación de recursos en por lo menos el mismo nivel del año anterior al de la vigencia de la ley, con el propósito de no desmejorar las actuales condiciones.

Durante el período 1994 - 1996, y para aquellas entidades territoriales cuya alícuota del 15% no sea suficiente para mantener su cobertura actual, se les garantizará un Situado Fiscal no inferior en ningún caso al recibido en 1993 a pesos constantes.

Los usuarios actuales y potenciales se definen de la forma siguiente:

La metodología de distribución presentada en el Cuadro 2 intenta lograr un equilibrio entre eficiencia y equidad, al incorporar variables tanto relacionadas con la demanda de los servicios (usuarios actuales y potenciales) como variables que buscan estimular mejoras en la eficiencia fiscal y administrativa. Para este último aspecto se definió una metodología para el cálculo del esfuerzo fiscal ponderado, que comprende los siguientes pasos:



A nivel departamental se definieron porcentajes mínimos asignables por área, que podrán ser modificados cuando el Congreso discuta el Plan de Desarrollo. Estos porcentajes se describen en el cuadro 4.

CUADRO 4 DISTRIBUCION DEL SITUADO FISCAL EN LOS DEPARTAMENTOS (Porcentaje Mínimo Asignable por Area)			
SALUD	20%	50%	Nivel I de Atención: Transferencia a los Municipios y Distritos cuando estos asuman competencias
		5%	Prevención y fomento de la salud
EDUCACIÓN	60%		
RESTO	20%	Se distribuye entre Salud y Educación, de acuerdo con las metas en cobertura y las demás fuentes de financiación.	

Las apropiaciones para atender los pasivos prestacionales de salud y educación serán financiados con recursos diferentes al Situado Fiscal.

Cada tres años o cuando se presenten modificaciones de carácter legal sobre la distribución de recursos, las Asambleas departamentales podrán modificar los criterios de distribución entre los municipios de su jurisdicción. Para tal efecto se exceptúa la alícuota del 15%.

#### **b. Requisitos para la administración de los recursos del situado fiscal**

La entrega a los entes territoriales de los recursos correspondientes al Situado Fiscal será un proceso paulatino, en el que tanto coordinadores como beneficiarios deberán realizar ajustes de tipo administrativo e institucional. En este período, el DNP deberá diseñar y poner en marcha los mecanismos que le permitan aplicar los criterios contemplados en la ley para la distribución del Situado Fiscal y los Ministerios deberán contar con metodologías que les permitan hacer un seguimiento y control de las asignaciones y de los resultados obtenidos de su aplicación.

Los departamentos y distritos tendrán un plazo máximo de cuatro años, a partir de agosto de 1993, para asumir la administración de los recursos del Situado Fiscal, previo el cumplimiento de los requisitos señalados en la Ley y acreditados estos por los Ministerios de Educación y Salud. Estos requisitos se refieren a:

1. Poner en marcha un sistema de información para programar, ejecutar, evaluar y realizar el seguimiento físico y control financiero de los programas de Salud y Educación;

2. En acuerdo con el Ministerio respectivo, adoptar la metodología para elaborar anualmente un plan de desarrollo para la prestación de los servicios de educación y salud;
3. Contar con la aprobación de las reglas y procedimientos para la distribución del Situado Fiscal por parte de la Asamblea;
4. En concertación con los municipios, adoptar un plan que en el área de salud que contemple la ampliación de coberturas, el mejoramiento de la calidad y los ajustes de tipo administrativo y financiero necesarios para la descentralización de responsabilidades; y
5. Conjuntamente con los Ministerios de Educación y Salud, realizar los ajustes institucionales necesarios en la estructura y administración de las plantas de personal.

Transcurrido el período de cuatro años (1994-1997) para acreditar el cumplimiento de los requisitos exigidos, la Nación asignará mediante acta, el personal y los bienes que les permitan a los departamentos y distritos desarrollar sus funciones. En caso de no cumplirse, se establecerán los términos bajo los cuales la Nación mantendrá la intervención.

A partir del momento en que el Departamento asuma la prestación de los servicios de educación y salud, habrá un período de dos años para la entrega de estos servicios a los municipios para la administración de los recursos del Situado. Para ello los municipios deberán demostrar previamente la eficiencia y eficacia en el cumplimiento de los planes y en la administración de los recursos, la adopción de metodologías de control de ejecución de los planes y la disponibilidad de los recursos que garanticen el cumplimiento de la metas propuestas.

### **c. Procedimiento presupuestal para la distribución del situado fiscal.**

Un buen sistema de información es un requisito indispensable para el éxito del proceso de descentralización, pues garantiza el seguimiento, control y evaluación permanente del proceso, no solo por los gobiernos de nivel más alto sino también por las comunidades locales, y permite ajustes oportunos en la distribución de los recursos. De allí que la Ley 60 estableciera requisitos rigurosos en cuanto a la información requerida de cada entidad para asignar recursos.

De acuerdo con esta ley, el Departamento Nacional de Planeación será la entidad encargada de determinar las porciones del Situado Fiscal que habrán de destinarse para cada uno de los departamentos y distritos, a partir de la cifra global suministrada por el **Ministerio de Hacienda** y los indicadores de población y necesidades básicas insatisfechas que aporta el **DANE**. Se cuenta también en este punto con la colaboración técnica y metodológica del **CONPES** y de las

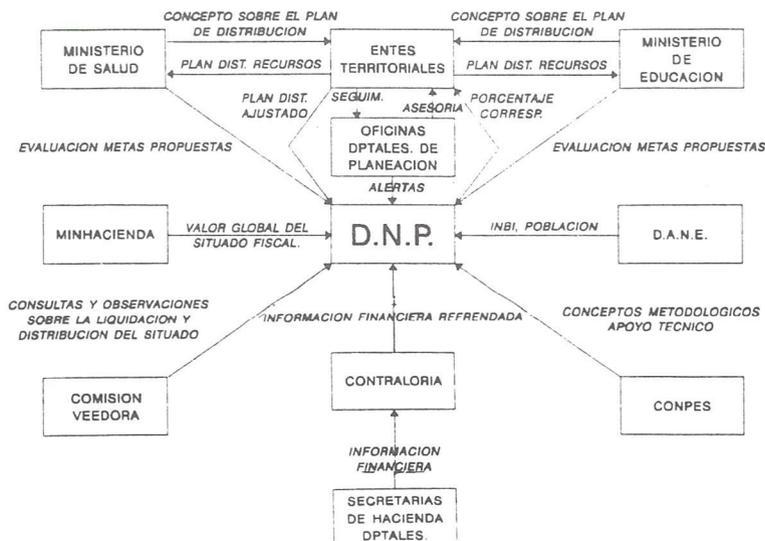
**Secretarías de Hacienda Departamentales**, quienes comunicarán los resultados logrados el año anterior, información necesaria para realizar los ajustes en la distribución y que será refrendada por las **Contralorías** respectivas. Esta labor se realizará en los primeros meses de cada año y el resultado, es decir el porcentaje correspondiente a cada departamento y distrito, se comunicará a sus beneficiarios por lo menos diez meses de anticipación al inicio de su vigencia.

Una vez conocidos los porcentajes, cada ente territorial, departamento o distrito, procederá a elaborar un Plan de Distribución de los Recursos, el cual enviará a los **Ministerios de Educación y Salud**, para que éstos emitan concepto sobre el contenido del Plan. El concepto, entregado antes del 30 de abril de cada año, sólo será obligatorio en algunas materias.

Después de hacer las modificaciones pertinentes, los entes territoriales enviarán el plan ajustado al DNP, quien lo incorporará en su Plan Operativo de Transferencias Territoriales, que hará parte del Plan Operativo Anual de Inversiones y que será presentado al Congreso el 20 de julio de cada año como parte de la Ley de Presupuesto. Este proceso contará con el seguimiento de una **Comisión Veedora de Transferencias**, constituida por representantes de la Federación de Municipios, de la Federación de Gobernadores, del Senado y de la Cámara de Representantes.

Finalmente, las partidas asignadas serán incorporadas en los presupuestos de cada uno de los entes territoriales para su ejecución, la cual será supervisada por las Contralorías regionales o por quien desempeñe su papel.

**Figura 2**  
**DISTRIBUCION DEL SITUADO FISCAL**  
**FLUJO DE INFORMACION**



La Figura 2 indica los requisitos de información exigidos a cada entidad para la distribución del Situado Fiscal.

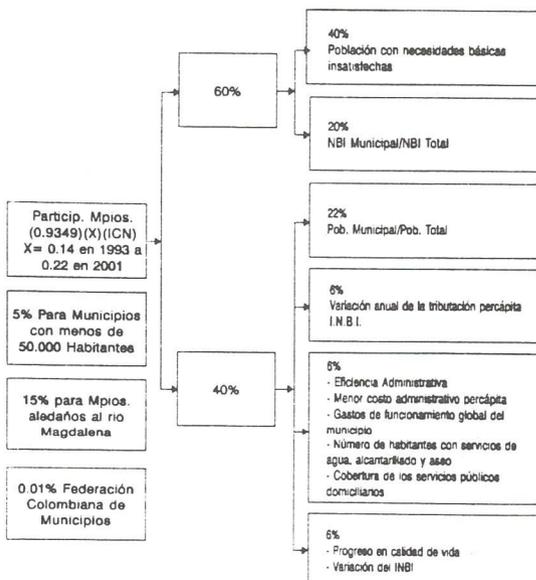
### 3. Participación de los municipios en los ingresos corrientes de la nación

La Ley 60, en consonancia con la nueva Constitución, transfiere a los municipios un porcentaje creciente de los Ingresos Corrientes de la Nación. De 15% en 1994, aumentará 1% por año, hasta alcanzar el 22% en el año 2001. Como condición para las transferencias, los municipios deberán cumplir requisitos similares a los que se demandaron por parte de la Nación a los departamentos y distritos, esto es, su adecuación institucional y administrativa en los campos en los cuales asumirán competencias.

Antes de proceder a la distribución de los recursos, se asignará un 5% del total de la participación entre los municipios de menos de 50.000 habitantes siguiendo los mismos criterios que se aplicarán para los demás municipios. También se descontará el 1.5% del total para ser distribuido entre los municipios con riberas sobre el río Magdalena, en proporción a la extensión de ésta. Finalmente, de la participación que corresponde a los distritos y municipios se girará el 0.01% a la Federación Colombiana de Municipios. Así pues, del porcentaje del los ingresos corrientes de la Nación destinado a la inversión social, se girará directamente a los municipios el 93.49%.

La distribución de este último porcentaje se efectuará siguiendo los criterios presentados en la Figura 3:

**Figura 3**  
**CRITERIOS PARA LA DISTRIBUCION DE LOS**  
**INGRESOS CORRIENTES DE LA NACION A LOS MUNICIPIOS**



Una síntesis de las reglas de distribución por sectores del 93.49%, las cuales se aplicarán a la totalidad de la participación en 1999, puede observarse en el Cuadro 5; antes de este año, se podrán asignar libremente los siguientes porcentajes:

AÑO	1994	1995	1996	1997	1998
PORCENTAJE	50%	40%	30%	20%	10%

A partir de 1999 los municipios podrán destinar hasta el 10% de la participación a gastos de funcionamiento, previa aprobación de las oficinas departamentales de planeación.

En las áreas rurales se destinará como mínimo un porcentaje equivalente a la relación entre la población rural y la población total del respectivo municipio, porcentaje que solo podrá variar previo concepto de las oficinas departamentales de planeación. En aquellos municipios donde la población rural sea más del 40% de la total, deberá invertirse un 10% adicional en el área rural.

El control de la participación de los recursos destinados a los sectores sociales dependerá de un proceso de planeación y seguimiento, en el que los municipios presentarán informes de seguimiento semestrales, sobre los cuales la comunidad y los departamentos ejercerán labores de control, siendo estos últimos los encargados de la realización de investigaciones en el caso de no haberse cumplido las destinaciones autorizadas. Del cumplimiento de estos requisitos dependerán además los programas de cofinanciación.

Para el giro de las participaciones se hará un Programa Anual de Caja sobre el 90% del aforo que aparezca en la Ley de Presupuesto, ajustable según los ingresos corrientes efectivos. Los giros se harán por bimestres vencidos.

Entre 1994 y 1998 inclusive, los municipios estarán en "Régimen de Transición", según el cual la distribución de las participaciones para inversión social se efectuará de acuerdo con las siguientes reglas:

- Cada municipio recibirá anualmente una Participación Básica igual a la cantidad recibida en 1992 en pesos constantes por concepto de participaciones en el IVA (Ley 12 de 1986)
- La diferencia entre la Transferencia y la Participación Básica se distribuirá aplicando los criterios antes mencionados.

El cuadro 6 resume los principales aspectos de la Ley 60.

**CUADRO No. 5**  
**DISTRIBUCION POR SECTORES DE LA PARTICIPACION DE LOS MUNICIPIOS EN LOS INGRESOS CORRIENTES DE LA NACION**

ACTIVIDADES	DESCRIPCION	% META 1999
	<b>EDUCACION</b> Construcción, mantenimiento y dotación de planta física Provisión de Material Educativo y Financiación de Becas Aportes para los sistemas de seguridad Social	30%
	<b>SALUD</b> Salarios y honorarios del personal técnico y profesional Subsidios a la población con necesidades básicas insatisfechas Construcción, mantenimiento y dotación de planta física Apoyo a programas de vacunación, nutrición y salud materno-infantil, tercera edad y niñez	25%
	<b>VIVIENDA</b> Apoyar con subsidios a la población con ingresos inferiores a 4 salarios mínimos Participar en los programas de vivienda de interés social	20% Si se tiene una cobertura $\leq$ 70%
	<b>AGUA POTABLE Y SANEAMIENTO AMBIENTAL</b> Construcción, mantenimiento y dotación de planta física Administración de acueductos, Manejo de excretas, tratamiento y disposición de basuras Conservación de Microcuencas, protección de las fuentes de agua, reforestación.	5%
	<b>SUBSIDIO PARA LA POBLACION POBRE</b> Que les permitan acceder a los servicios públicos domiciliarios	
	<b>MATERIA AGRARIA</b> Subsidiar a los campesinos para la compra de terrenos en zonas de reforma agraria Apoyo a la labor de las UMATAS Construcción, mantenimiento de caminos, distritos de riego, centros de acopio	20%
	<b>GRUPOS DE POBLACION VULNERABLES</b> Fomentar los programas de bienestar social integral para la población con necesidades básicas insatisfechas Creación de centros de atención del menor infractor y atención de emergencias	Libre inversión en las actividades restantes
	<b>JUSTICIA</b> Cofinanciar los centros de conciliación municipal y comisarías de familia	

CUADRO No. 5 DISTRIBUCION POR SECTORES DE LA PARTICIPACION DE LOS MUNICIPIOS EN LOS INGRESOS CORRIENTES DE LA NACION			
ACTIVIDADES		DESCRIPCION	% META 1999
	PROTECCION DEL CIUDADANO	Previo acuerdo con la Nación, cofinanciar los servicios adicionales de policia	(Continuación) 20% Libre inversion en las actividades restantes
	DEPORTE	Construccion, mantenimiento y dotacion de planta fisica para recreación Apoyo financiero a las ligas y clubes deportivos Inversion en parques y plazas publicas	
	CULTURA	Construccion, mantenimiento, rehabilitación y dotacion de planta fisica de casas de la cultura, bibliotecas y museos Apoyo financiero a eventos culturales y agrupaciones municipales artisticas y culturales	
	PREVENCIÓN DE DESASTRES	Adecuacion de areas en zonas de alto riesgo Reubicacion de asentamientos Prevencion y atencion de desastres	
	DESARROLLO INSTITUCIONAL	Actividades de capacitacion, asesoria y asistencia técnica enmarcadas en un plan de desarrollo institucional municipal orientado al fortalecimiento de la capacidad de gestion.	
	PAGO DEL SERVICIO DE LA DEUDA	Cuando esta ha sido adquirida para financiar las inversiones fisicas de los numerales anteriores	
	REDES VIALES	Construccion y mantenimiento de vias municipales e intermunicipales	
	OTROS	Acorde con el concepto del CONPES y a solicitud de la Federación Colombiana de Municipios	

Los porcentajes definidos se aplicaran a la totalidad de la participacion en 1999

**CUADRO No. 6**  
**LEY DE COMPETENCIAS Y RECURSOS - (Ley 60 DE 1993)**

Principales Objetivos	Mecanismos	Asignación de Competencias	Criterios de Asignación de los Recursos	Destinación Específica de los Recursos	Periodo de Transición
<p>Establecer las Competencias que en áreas como salud, educación y vivienda, agua potable y saneamiento básico deberán asumir la Nación, los departamentos, los distritos y los municipios</p> <p>Determinar la distribución de los Recursos que se destinarán a las mismas áreas, con base en los ingresos corrientes de la Nación</p> <p>Redefinir el situado fiscal de acuerdo con la constitución de 1991.</p> <p>Permitir a los municipios participar de los Ingresos Corrientes de la Nación y distribuir estos montos de acuerdo con sus necesidades</p>	<p>La Nación será la encargada de determinar el Situado Fiscal y distribuirlo de acuerdo con las políticas y objetivos de desarrollo existentes.</p> <p>La Nación realizará una evaluación de los resultados obtenidos por los entes territoriales</p> <p>Los Departamentos ejercerán las labores de planeación y administración de los sectores educativo, de salud y asistencia a poblaciones de menores recursos. Deberán también brindar asesoría y participar técnica y financieramente en los planes de desarrollo presentados por sus municipios.</p> <p>Los Distritos cumplirán con las labores de planeación y administración en los sectores educativo, salud, agua potable y saneamiento ambiental que corresponden tanto al nivel departamental como al municipal.</p> <p>Los Municipios son los principales ejecutores de la política en los sectores educativo, salud, agua potable y saneamiento ambiental, vivienda, atención a la población de menores recursos y el sector agropecuario.</p>	<p><b>Corresponde a los municipios:</b></p> <p>En el Sector Educativo: Administrar los servicios Educativos Financiar inversiones en infraestructura.</p> <p>En el Sector Salud: Asegurar y Financiar la prestación de los servicios . En el Sector de Agua potable y Saneamiento Básico Asegurar la prestación de servicios directamente o en asociación con otras entidades publicas, comunitarias o privadas o mediante contratación.</p> <p>En materia de Vivienda En cooperación con el sector privado y comunitario, promover y apoyar programas de vivienda de interés social.</p> <p>Organizar subsidios a la población de menores recursos</p> <p>En el sector agropecuario Promover y participar en proyectos de desarrollo rural y prestar asistencia técnica.</p> <p><b>Corresponde a los Dptos:</b> Administrar los recursos cedidos por la Nación Intermediar entre la Nación y los Mpios. Asesorar y Prestar asistencia técnica a los Mpios.</p> <p>En el Sector Salud: Ejecutar campañas de carácter nacional. Ejercer control sobre el sistema de Salud.</p> <p>En el Sector Educativo: Dirigir y administrar directa y conjuntamente con los Mpios. Ejercer inspección y vigilancia sobre el servicio.</p> <p><b>Compete a los Distritos:</b> Assumir competencias en las mismas áreas que los Dptos. y los Mpios.</p> <p><b>Compete a la Nación:</b> Formular Políticas y Objetivos de Desarrollo Establecer normas técnicas. Administrar los fondos de cofinanciación. Organizar y Desarrollar Programas de Crédito Distribuir el Situado Fiscal.</p>	<p>Los recursos del Situado Fiscal son un porcentaje creciente de los Ingresos Corrientes de la Nación que se distribuirán entre los entes territoriales (22.1 en 1993, 23% en 1994, 23.5% en 1995 y 24.5 en 1996). Después de este último año el porcentaje podrá ser modificado por iniciativa del Congreso</p> <p>Un 15% de los recursos del situado fiscal se distribuirá en partes iguales entre los Departamentos, el Distrito Capital, Cartagena, Santa Marta, y Barranquilla, el 85% restante se divide en dos partes. La primera constituye un porcentaje variable (X%) que garantiza el cubrimiento de los gastos actuales en salud y Educación, el resto (85%-X%), se distribuirá con base en:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. La población potencial por atender en los sectores Salud y Educación,</li> <li>2. El Esfuerzo Fiscal Realizado. De acuerdo con este se concederá un estímulo o se establecerá un plan de ajuste.</li> </ol> <p>La participación de los Municipios en los Ingresos Corrientes para inversión en sectores sociales será un porcentaje creciente de los Ingresos Corrientes de la Nación, equivalente a un 15% de los mismos en 1994 y aumentando 1% por año hasta alcanzar el 22% en el año 2001 y se asegurarán de acuerdo con los siguientes criterios:</p> <p>60% se distribuirá con base en indicadores basados en los Índices de Necesidades Básicas Insatisfechas</p> <p>El 40% restante se distribuirá con base en la población, Tributación per cápita, indicadores de eficiencia administrativa y progresos en la calidad de vida.</p>	<p>A nivel departamental se deberá destinar por lo menos el 20% a la Salud y un 60% a Educación. Como mínimo el 50% de los recursos destinados a salud deben ser destinados al primer nivel de atención.</p> <p>La participación de los municipios en los Ingresos Corrientes de la Nación se distribuirán en las áreas de educación, 30%, salud, 25%, vivienda, 20% y agua potable, 5%, el 20% restante se deberá distribuir entre subsidios a población pobre, sector agrario, justicia, protección del ciudadano, deporte, prevención de desastres, cultura, redes viales y otros rubros aprobados por el CONFES (los porcentajes se aplicarán a la totalidad de la participación en 1999.</p>	<p>Es posible identificar varias etapas en el periodo de transición, diferenciadas por el apoyo financiero y/o técnico que brindarán cada uno de los entes territoriales superiores a los de menor grado</p> <p>1994 - 1995: Para estas vigencias fiscales se excluirán del calculo del Situado Fiscal las rentas de destinación específica. Los ahorros que se perciban por este concepto en el presupuesto de la Nación se distribuirán entre las Entidades Territoriales cuyos niveles de Situado Fiscal por habitante pobre se encuentren por debajo del Situado Fiscal Nacional por habitante pobre.</p> <p>1994 - 1996 Durante este periodo, y para aquellas entidades territoriales cuya alícuota del 15% no sea suficiente para mantener su cobertura actual, se les garantizará un situado fiscal no inferior en ningún caso al recibido en 1993 a pesos constantes.</p> <p>1994 - 1997: Transcurrida esta etapa, la Nación asignará mediante acta, el personal y los bienes que les permitan a los departamentos y distritos desarrollar sus funciones si han logrado acreditar su cumplimiento. De lo contrario, se establecerán los términos bajo los cuales la Nación mantendrá la intervención. Durante este tiempo será reconocido el valor anual de los aportes patronales para pensiones y cesantías, el cual se deducirá del valor total del Situado Fiscal antes de proceder a su distribución.</p> <p>Los departamentos contarán con dos años adicionales luego de asumir la prestación de servicios de educación y salud, para entregarlos a los municipios</p>

#### **D. El proyecto de ley de regalías**

En lo que resta de la presente legislatura, el Congreso se ha comprometido a aprobar una Ley de Regalías. Nada más importante en materia económica, después de la reforma al sistema pensional, que definir los criterios de distribución de las regalías provenientes de los recursos energéticos, en momentos en que la Nación va a recibir un volumen considerable de recursos provenientes del petróleo de Cusiana y Cupiagua.

Para dar una idea del monto que se distribuirá por concepto de regalías, basta mencionar que en 1997, año en que se espera alcanzar el mayor volumen de producción petrolera por estos campos, las regalías en pesos corrientes ascenderían a \$909.9 mil millones, cerca de \$450 mil millones de pesos de 1993, suma que equivale a algo más de 1% del PIB.

Sobre la distribución de las regalías circularon varias propuestas tanto por parte del gobierno como del Congreso. En conjunto estas señalaron que por tratarse de recursos no renovables de propiedad de la Nación, su asignación debería trascender el exclusivo criterio de entidades territoriales productoras. De hecho, la nueva Constitución en sus artículos 360 y 361 establece que los recursos por regalías deben irrigar a todo el país. El artículo 360 menciona como beneficiarios adicionales de las regalías a los puertos marítimos y fluviales por donde se transporten los recursos, y el artículo 361 incluye adicionalmente al Fondo Nacional de Regalías.

Para desarrollar los artículos mencionados de la Constitución Nacional, el gobierno presentó en 1992 el proyecto de Ley número 126 que distribuye las regalías y crea el Fondo Nacional de Regalías. Este se provisionará tanto por derecho propio como de recursos excedentarios, esto es, del saldo que quede después de la asignación a los demás beneficiarios. Su función primordial será, de acuerdo con la Constitución, la de canalizar recursos para proyectos que promuevan la minería, preserven el medio ambiente y, en general, proyectos regionales de inversión. Es a través del Fondo, entonces, como el Gobierno Nacional dispone de recursos por regalías para impulsar proyectos que a su juicio sean prioritarios, en regiones que no necesariamente son productoras.

Respecto a los criterios de distribución de las regalías (por ley, el 20% de la producción total), se han establecido dos que operarían simultáneamente: i) tasa de participación de las regiones beneficiarias y ii) topes de producción. A partir de estos criterios entrarían a jugar otros para la distribución de la producción excedentaria.

Se ha llegado a un acuerdo preliminar en relación con las participaciones de las entidades, que serían las siguientes:

Departamentos productores	47.5%
Municipios productores	12.5%
Municipios portuarios	8.0%
Fondo Nacional de Regalías	32.0%
(por derecho propio)	

El acuerdo contempla que los departamentos productores recibirán la totalidad de su participación hasta una producción de 180 mil barriles diarios (MBD); el 10% si su producción está entre 180 y 600 MBD; y el 2.5% si la producción supera los 600 MBD. La producción que exceda este tope será distribuida entre el mismo departamento productor (7.5%), los departamentos no productores de la misma región (27.5%) y el Fondo Nacional de Regalías (65.0%).

Para el caso de los municipios productores, el acuerdo establece que estos recibirán su respectiva tasa por los primeros 100 MBD; el 10% si la producción está entre 100 y 400 MBD; y el 2.5% si la producción sobrepasa los 400 MBD.

El Cuadro 7 muestra proyecciones de la distribución de las regalías de los proyectos Cusiana-Cupiagua para el período 1.994 - 2.000, teniendo en cuenta los criterios anotados. El cuadro contiene estimativos tanto en volúmenes de producción (MBD) como en valores, con supuestos de producción, precios y tasa de cambio que han sido utilizados por las autoridades económicas para estos cálculos.

Cabe señalar que la participación del departamento de Casanare en el total de las regalías disminuye en la medida que se alcanza la fase alta de producción (600 mil barriles diarios a partir de 1997). Así, mientras en 1994 al departamento le correspondería el 60% del total de las regalías, para 1997 dicho porcentaje disminuye al 25.6%. Sin embargo en pesos corrientes, los ingresos se multiplicarían por 13 entre estos dos años, al pasar de \$13.6 mil millones a algo más de \$177.6 mil millones.

A medida que aumenta la producción se reduce la participación del departamento de Casanare y se incrementan los derechos del Fondo Nacional de Regalías. La participación del Fondo pasaría del 32% en 1993 al 58% en 1997. Para este último año sus ingresos ascenderían a \$405.7 mil millones. En este sentido, la propuesta contiene un "reparto compensado" entre los dos principales beneficiarios, los departamentos productores y el Fondo, quienes conjuntamente explican cerca del 81% del total de las regalías en la fase creciente de producción. El reparto compensado señala que cuando la producción es relativamente baja, los departamentos participan mayoritariamente y, en la medida que se incrementa el volumen de producción, dicha participación se reduce en favor del Fondo Nacional de Regalías.

**Cuadro 7**  
**PROYECCION DE REGALIAS POR CUSIANA Y CUIPIAGUA**  
**(Acuerdo gobierno - ponentes)5**  
**SUPUESTOS BASICOS**

ANO	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
PRODUCCION (MBD)	31	135	375	600	600	600	600
Aguazul	6	65	122,5	347,5	347,5	347,5	347,5
Tauramena	25	70	252,5	252,5	252,5	252,5	252,5
PRECIO DE REGALIA (US\$/BARRIL)	11,20	11,64	12,48	12,93	12,98	12,95	12,97
TASA DE CAMBIO	895,35	1005,06	1114,89	1226,50	1344,50	1469,40	1601,70

REGALIAS EN BARRILES (MBD)							
TOTAL	6,2	27	75	120	120	120	120
Departamento de Casanare	3,72	16,20	30,20	30,69	30,69	30,69	30,69
Departamental	2,95	12,83	22,66	21,09	21,09	21,09	21,09
Municipios productores	0,78	3,38	6,31	6,00	6,00	6,00	6,00
Aguazul	0,15	1,63	2,67	3,12	3,12	3,12	3,12
Tauramena	0,63	1,75	3,64	2,88	2,88	2,88	2,88
Municipios no productores	0,00	0,00	1,23	3,60	3,60	3,60	3,60
Región de Orinoquia	0,00	0,00	4,54	12,57	12,57	12,57	12,57
Municipios portuarios	0,50	2,16	5,22	6,64	6,64	6,64	6,64
Fondo Nacional de Regalías	1,98	8,64	35,04	70,10	70,10	70,10	70,10
Derecho propio	1,98	8,64	24,00	38,40	38,40	38,40	38,40
Por excesos sobre topes	0,00	0,00	11,04	31,70	31,70	31,70	31,70

REGALIAS EN MILLONES DE PESOS CORRIENTES							
TOTAL	22,693	115,293	380,891	694,689	764,381	833,458	989,913
Departamento de Casanare	13,616	69,176	153,347	177,646	195,490	213,157	232,708
Departamental	10,779	54,764	115,067	122,077	134,340	146,480	159,916
Municipios productores	2,837	14,412	32,058	34,730	38,219	41,673	45,495
Aguazul	549	6,939	13,553	18,053	19,866	21,661	23,648
Tauramena	2,288	7,463	18,505	16,678	18,353	20,012	21,847
Municipios no productores	0	0	6,221	20,838	22,931	25,004	27,297
Región de Orinoquia	0	0	23,050	72,752	80,059	87,294	95,301
Municipios portuarios	1,815	9,223	26,525	38,435	42,296	46,118	50,348
Fondo Nacional de Regalías	7,262	36,894	177,969	405,776	446,535	486,889	531,547
Derecho propio	7,262	36,894	121,885	222,275	244,602	266,707	291,169
Por excesos sobre topes	0	0	56,084	183,501	201,933	220,182	240,378

REGALIAS EN MILLONES DE PESOS DE 1993							
(Distribución Porcentual)							
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Departamento de Casanare	60,0%	60,0%	40,3%	25,6%	25,6%	25,6%	25,6%
Región de Orinoquia	0,0%	0,0%	6,1%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Municipios portuarios	8,0%	8,0%	7,0%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Fondo Nacional de Regalías	32,0%	32,0%	46,7%	58,4%	58,4%	58,4%	58,4%

Los municipios portuarios por su parte, mantendrían a partir de 1997 una participación de 5.5%, en tanto la región de la Orinoquia participaría con el 10.5% a partir de ese mismo año.

Finalmente, vale la pena anotar que si bien los ingresos de las entidades territoriales se fortalecerán con la ley, el presupuesto nacional dejará de percibir los recursos por regalías que le confería la antigua carta, lo cual probablemente conducirá a nuevos replanteamientos del proceso presupuestal y de competencias.

### E. Importancia relativa de la descentralización y proyecciones

Antes de hacer algunos comentarios a las leyes mencionadas, queremos presentar algunas cifras comparando la situación colombiana antes de las mayores reformas descentralizadoras, con la de otros países, y nuestras proyecciones de los efectos de las leyes sobre el Situado Fiscal, las transferencias a los municipios y las regalías hasta finales del siglo.

En el Cuadro 8 se compara la situación colombiana en 1986 con la de otros países desarrollados y en desarrollo respecto a las transferencias. Las cifras deben tomarse con reserva, debido a la baja calidad y a la cobertura incompleta de las estadísticas fiscales a nivel internacional.

CUADRO 8  
TRANSFERENCIAS INTERGUBERNAMENTALES

País	Año	Gasto (% del PIB)			Transferencias como % del gasto del Gobierno Central	Ingresos por Transferencias como % de los Ingresos de los Gob. Reg. y Locales
		Gobiernos Regionales y Locales	Gobierno Central	Transferencias del Gob. Central		
Colombia	1986	5,2	13,7	3,3	24,0	59,4
<b>Países Desarrollados</b>						
Estados Unidos	1990	18,7	19,8	1,6	8,0	8,1
Francia	1991	9,3	43,9	3,0	6,8	32,4
Austria	1991	17,4	40,2	2,7	6,8	15,3
Canadá	1989	29,7	20,1	3,5	17,3	12,2
<b>Países en Desarrollo</b>						
India	1988	14,7	22,4	4,1	18,5	35,2
Uruguay	1984	2,3	26,1	0,3	1,4	15,6
México	1987	2,5	30,9	0,0	0,2 1/	2,6

Fuente: Government Finance Statistics Yearbook 1992, FMI y cálculos de los autores.

1 Se estimó a partir de las transferencias que reciben los Gobiernos Regionales de otros niveles de Gobierno.

Mientras el gasto de los gobiernos regionales y locales alcanzaba en Colombia tan solo el 5.2% del PIB, en países con sistema federal como Estados Unidos este porcentaje era sensiblemente más alto, 18.7%. El avance del proceso de descentralización en Colombia que permitirán las leyes antes mencionadas, deberá sin duda reflejarse en los próximos años en una mayor capacidad de gasto de los gobiernos regionales y locales.

Otra característica que se deduce del cuadro 8 es la importancia que tienen para Colombia las transferencias en los ingresos de los gobiernos regionales y locales. Estas representaban en Colombia, cerca del 60%, evidenciando el poco desarrollo de los fiscos regionales para la financiación de sus gastos. El resto de países señalados presentan menores contribuciones del nivel central.

En el Cuadro 9 se presentan proyecciones hasta el año 2000 de los recursos que se transferirán a los departamentos y municipios por concepto de Situado Fiscal, regalías y transferencias. Como se observa el situado fiscal y las transferencias a los municipios pasarían de representar 4.4% del PIB en 1994 a cerca de 6.5% en el 2.000. Si a estos rubros se añade la participación de los municipios en las regalías petroleras, los recursos de éstos alcanzarían 5.0% del PIB en 1994 y la proyección para el año 2.000 estima su participación en aproximadamente 7.2% del PIB.

En el año 2000, entre el Situado Fiscal y las transferencias a los municipios, la Nación llegará a transferir a las entidades territoriales el 42% de sus ingresos corrientes.

### **III. BENEFICIOS Y RIESGOS DE LA DESCENTRALIZACION: ALGUNOS COMENTARIOS**

Esta sección no pretende presentar conclusiones definitivas sobre la evolución y las perspectivas del proceso de descentralización en el país. Tan sólo se quieren mencionar en forma muy breve tanto los aspectos positivos como negativos que presentó el proceso en la década de los ochentas y los riesgos que enfrentará en el futuro con la acentuación de la descentralización durante el actual decenio.

El estudio de los antecedentes legales cercanos del proceso de descentralización y anteriores a la Ley 60 de 1993, evidencia la búsqueda del fortalecimiento fiscal de las entidades territoriales, al reestructurar las fuentes de recursos propios y aumentar las transferencias.

La Ley 14 de 1983 buscó el fortalecimiento de las finanzas de los departamentos y municipios, mediante el reemplazo de impuestos específicos por ad-valorem, la adopción de nuevas escalas tarifarias, la actualización y modificación de las bases gravables y la cesión de un impuesto del orden nacional (vehículos) a los departamentos.

**Cuadro 9**  
**TRANSFERENCIAS A MUNICIPIOS, SITUADO FISCAL Y REGALIAS**  
(Millones de Pesos)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<b>Ingresos Corrientes</b>	<b>5,235,782</b>	<b>6,913,620</b>	<b>8,596,686</b>	<b>10,900,636</b>	<b>13,515,727</b>	<b>16,432,400</b>	<b>19,424,715</b>	<b>22,479,987</b>
Deducciones	581 284	952 920	874 277	853 386	1 007 223	1 196 063	1 407 286	1 638 694
Reforma Ley 6ta	450 815	815 209	705 099	853 386	1 007 223	1 196 063	1 407 286	1 638 694
3 puntos de IVA	450 815	585 209	705 099	853 386	1 007 223	1 196 063	1 407 286	1 638 694
Sobretasa 25% Renta	-----	230 000	-----	-----	-----	-----	-----	-----
Contribucion Hidrocarburos	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
Destinacion Especifica	130 469	137 711	169 178	-----	-----	-----	-----	-----
Base de Liquidacion Municipios	4 654 498	5 960 700	7 722 408	10 047 251	12 508 504	15 236 337	18 017 429	20 841 293
% de Transferencia Municipal	14,00%	15,00%	16,00%	17,00%	18,00%	19,00%	20,00%	21,00%
<b>Valor de la Transferencia Municipal</b>	<b>651.630</b>	<b>894.105</b>	<b>1.235.585</b>	<b>1.708.033</b>	<b>2.251.531</b>	<b>2.894.904</b>	<b>3.603.486</b>	<b>4.376.672</b>
Base de Liquidacion Situado Fiscal	4 654 498	6 190 700	7 722 408	10 047 251	12 508 504	15 236 337	18 017 429	20 841 293
% de Situado Fiscal	22,52%	23,00%	23,50%	24,50%	24,50%	24,50%	24,50%	24,50%
<b>Valor Situado Fiscal</b>	<b>1.048.000</b>	<b>1.423.861</b>	<b>1.814.766</b>	<b>2.461.576</b>	<b>3.064.584</b>	<b>3.732.903</b>	<b>4.414.270</b>	<b>5.106.117</b>
<b>Subtotal Situado + Transferencias</b>	<b>1.699.630</b>	<b>2.317.966</b>	<b>3.050.351</b>	<b>4.169.609</b>	<b>5.316.114</b>	<b>6.627.807</b>	<b>8.017.756</b>	<b>9.482.788</b>
Subtotal como % del PIB	4,03%	4,40%	4,71%	5,34%	5,73%	6,08%	6,31%	6,46%
<b>Total Regalías Petroleras</b>	<b>268.531</b>	<b>346.861</b>	<b>517.889</b>	<b>831.964</b>	<b>1.068.619</b>	<b>1.052.936</b>	<b>1.044.856</b>	<b>1.037.887</b>
<b>Total Transferencias + Situado + Regalías</b>	<b>1.968.160</b>	<b>2.664.827</b>	<b>3.568.240</b>	<b>5.001.573</b>	<b>6.384.733</b>	<b>7.680.743</b>	<b>9.062.611</b>	<b>10.520.675</b>
Total como % del PIB	4,67%	5,06%	5,51%	6,40%	6,89%	7,05%	7,13%	7,17%
Total como % de los Ingresos Corrientes + Regalías	35,76%	36,70%	39,15%	42,63%	43,78%	43,93%	44,27%	44,73%

La ley tuvo efectos positivos sobre la dinámica de los ingresos departamentales y municipales, efectos que no obstante comenzaron a agotarse en 1988. Esto se debió aparentemente como consecuencia, entre otras razones, del aperezamiento fiscal de los municipios que indujo la Ley 12 de 1986 y de los elevados impuestos sobre los cigarrillos y licores y la politización e ineficiencia de las licoreras departamentales, que facilitaron el contrabando de estos bienes, que se apoderó del consumo en los departamentos costeros y de frontera (Vargas et al. (1993), pág. 319).

En relación con el impuesto predial, el impacto de la Ley 14 ha sido lento y no se han logrado superar todavía algunos obstáculos que han afectado el recaudo de este impuesto, como la baja capacidad operativa del IGAC para formar y actualizar los catastros municipales, el desfase en los ajustes de los avalúos frente a la inflación y la ausencia de formación catastral en el sector rural. Se espera superar algunos de estos problemas con la adopción de la Ley 44/90, que establece el sistema de autoavalúos (Ibid, págs. 321-322).

En relación con la cesión del impuesto de timbre nacional de vehículos, debido a su alta elasticidad ingreso, tuvo un comportamiento muy dinámico en la década pasada, afectando favorablemente las finanzas departamentales (Ibid, pág. 325).

La Ley 12 de 1986 por su parte descentralizó aún más el gasto público, al modificar la cesión del IVA, convirtiéndola en un porcentaje creciente de este impuesto hasta 1992. Con esta ley se establecieron además incentivos para fortalecer los fiscos locales, especialmente los de los municipios con menos de 100.000 habitantes, al introducir el esfuerzo fiscal como criterio para la asignación de los recursos.

Su diseño, sin embargo, siguió presentando algunos inconvenientes:

- Se trasladaron funciones a los municipios sin establecer plazos para su adecuación institucional;
- El esquema de distribución de recursos entre municipios estuvo basado fundamentalmente en el número de habitantes, criterio de carácter regresivo, pues los municipios de mayor población no son necesariamente las de menor capacidad fiscal o de mayores necesidades de servicios (Informe de la Misión para la Descentralización (1992), págs. 298-299).
- El fuerte aumento de las transferencias, especialmente a los municipios de menos de 100.000 habitantes, aunado al poco peso del criterio de esfuerzo fiscal en la asignación de recursos, probablemente generó una sustitución de rentas propias por recursos de la transferencia (aperezamiento fiscal).

Con la Ley 10 de 1990 se inicia el proceso de asignación de competencias en el área de salud a las entidades territoriales, y se establecen períodos de

transición para que éstas puedan asumir las nuevas responsabilidades, mientras que la Ley 29 de 1989 tan solo avanzó en la descentralización de la educación en lo que respecta al nombramiento y administración del personal docente.

Los objetivos de la Ley 10 no se alcanzaron debido a múltiples obstáculos administrativos, económicos e institucionales (Quehl (1993)).

El análisis de las finanzas públicas territoriales durante los años ochentas realizado por la Misión para la Descentralización, encontró un fortalecimiento de la capacidad tributaria y de gasto, en particular de inversión por los municipios, asociado con el rápido crecimiento de las transferencias de la Nación. Simultáneamente, en este estudio no se observó un fortalecimiento del esfuerzo fiscal en departamentos y municipios, por lo que el Informe Final de esta Misión recomendó el rediseño de las transferencias, para que incorporen mayores incentivos a la tributación local.

En este contexto, la Ley 60 de 1993, al tiempo que reglamentó los preceptos constitucionales, trató de subsanar los vacíos del proceso de descentralización de la década anterior. Para ello, estableció en forma muy precisa las competencias en las áreas de educación y salud y fijó criterios de asignación de los recursos no sólo en función de la población, sino también de índices de necesidades básicas insatisfechas, del esfuerzo fiscal, de indicadores de eficiencia administrativa y de progreso en la calidad de vida. La asignación precisa de competencias evita que el Gobierno Central continúe incurriendo en los gastos para los cuales ya transfirió recursos a las entidades territoriales. Se busca con ello controlar el desbordamiento del gasto público que resultaría de un esquema de transferencia de recursos sin la definición previa de las competencias.

Igualmente la Ley 60 determinó períodos de adaptación institucional, para que las entidades territoriales y los municipios puedan asumir eficientemente las nuevas competencias.

En este último aspecto, el Programa de Desarrollo Institucional previsto en la Ley 60 aplica un criterio de gradualidad, recogiendo la experiencia de anteriores iniciativas de descentralización, en particular de la Ley 12 de 1986, en la que como se comentó, se trasladaron funciones a los municipios sin establecer plazos para su adecuación institucional.

Finalmente, como complemento al esquema de descentralización, vale la pena destacar el nuevo impulso que se le ha dado a la **cofinanciación**, como un mecanismo que permite la cooperación entre el Gobierno Central y los municipios en la realización de obras definidas como locales en la ley.

### **Los riesgos de las medidas recientes**

Los avances en materia de transferencias en el país, no deben ocultar los diversos riesgos que afronta un sistema con mayor descentralización en el gasto público. Entre estos se destacan principalmente los problemas de estabilidad

macroeconómica y las posibilidades de desviación de recursos y de derroche de éstos.

### Transferencias y estabilidad macroeconómica

Tal como se encuentra definido hoy el sistema de transferencias a las entidades territoriales, podría originar en el futuro dificultades para el control del gasto público. Entre estas se pueden mencionar:

1. El hecho de que el Gobierno Central deba transferir automáticamente a los departamentos y municipios un porcentaje creciente de sus ingresos corrientes; porcentaje que se acercaría al 50% a finales de esta década, podría traducirse en que la necesidad de cualquier ajuste en las finanzas públicas, como el que parece previsible por las perspectivas de los hallazgos petroleros, deba recaer en el Gobierno Central.

Una salida a este problema, que le otorga mayor flexibilidad al manejo fiscal, la proporciona la misma Constitución en el parágrafo del artículo 357, que señala que se podrán excluir de los ingresos corrientes para efectos del cálculo de la participación de los municipios en estos ingresos, los impuestos nuevos, cuando el Congreso así lo determine. Reducir las tasas de los tributos existentes y crear nuevos impuestos impediría que todo el peso del ajuste recayera en el Gobierno Central. Otra salida consistiría en crear un fondo de estabilización macroeconómica que invierta en el exterior parte de los recursos de las transferencias y los devuelva a las entidades territoriales cuando las condiciones macroeconómicas sean propicias.

- Así mismo, el creciente volumen de recursos transferido podría generar un menor esfuerzo fiscal de los gobiernos regionales y locales. Ello ha ocurrido en el pasado sobre todo en municipios que han recibido considerables regalías, como Arauca y Montelíbano.
- Otro riesgo inherente al proceso de descentralización es el del mayor endeudamiento, facilitado por las perspectivas de mayores transferencias. La antigua Junta Monetaria, en la Resolución 10/75, autorizó a la banca comercial a otorgar crédito a las entidades territoriales y las Leyes 9a. de 1989 y 51 de 1990 permitieron la emisión de bonos por estas entidades como fuente de financiamiento. Si bien la emisión de bonos requiere autorización del Ministerio de Hacienda y del DNP y el artículo 284 del Código de Régimen Municipal establece un límite al endeudamiento (los intereses y amortizaciones no deben superar el 30% de los ingresos ordinarios), el crédito de la banca comercial, que ha sido la fuente más dinámica de crédito para las entidades territoriales, no tiene controles adicionales.

Como señalan Vargas et al ((1993), pág. 340), un número importante de entidades territoriales se encuentra altamente endeudado, inclusive en situaciones de riesgo de quiebra.

- Pese al principio de equidad presente en la legislación vigente sobre descentralización, existe el riesgo de que simultáneamente unas regiones reciban más de lo que requieren y otras generen déficits, que deberán ser atendidos con aportes del Gobierno Central, presionando aún más a las finanzas públicas.

Para establecer en qué medida los riesgos mencionados han tenido alguna importancia en el pasado en el país, se realizaron algunos ejercicios econométricos que examinan la relación entre las transferencias, el gasto público total y el esfuerzo fiscal de las entidades territoriales. Los ejercicios utilizan información sobre estas variables para el período 1967-1992. Los resultados se presentan en el Anexo. Ellos indican que, en el agregado, la descentralización no parece haber producido efectos considerables de sustitución de recursos o de aumento del gasto público en el país.

Las estimaciones son, no obstante, preliminares y algunas presentan todavía problemas de autocorrelación que deben corregirse; además, no se alcanzó a verificar la consistencia de las cifras empleadas. Deben, por tanto, tomarse con mucha reserva.

### **Desviación y derroche de recursos**

Como la prensa tantas veces lo ha denunciado, los recursos de las transferencias y de las regalías pueden destinarse a la construcción de "elefantes blancos", como piscinas con olas, velódromos en municipios sin ciclistas u otro tipo de obras no prioritarias. En igual forma, las transferencias han generado lo que Scott Quehl ha denominado el síndrome del "Yo también", que está llevando a que todos los municipios quieran tener hospital de primer o segundo nivel en su comunidad.

Estos problemas no son, sin embargo, inevitables y podrían reducirse mediante una combinación de mayores incentivos económicos, mayor participación comunitaria en las decisiones y promoción de la asociación de varios municipios para el desarrollo de algunos programas.

El Situado Fiscal y las transferencias a los municipios, tal como quedaron diseñados, siguen constituyendo básicamente transferencias específicas, pues otorgan poco peso a variables como el esfuerzo fiscal y en general a los aportes de las entidades territoriales en la definición de su monto, a diferencia de lo que ocurre con el mecanismo de cofinanciación. Bajo estas condiciones, pueden seguir induciendo la sustitución de recursos y la desviación hacia obras no prioritarias. En el futuro deberá pensarse entonces en darle aún más peso a los incentivos económicos para producir una asignación más eficiente de estos recursos.

## ANEXO

## I Definición de Variables

Variables	Descripción	Unidades
PIB	PIB Nominal	Miles de Millones de \$
PIBR	PIB Real	Miles de Millones de \$ de 1985
GASTOT	Gasto total	Millones de \$
GASREG	Gasto Departamentos y Municipios	Millones de \$
GASCEN	Gasto Gobierno Central	Millones de \$
TRANSFER	Transferencias	Millones de \$
POBLA	Población	Habitantes
VPIBPC	Variación PIB Real per-cápita	Porcentaje
RECPROP	Rec propios Deptos. y Mpios.	Millones de \$
GASSAL	Gasto en salud	Millones de \$
GASEDU	Gasto en educación	Millones de \$

## II. Variables Utilizadas en las Regresiones

Variables	Descripción	Relación
GAST_PIB	GASTOT COMO % PIB	$(GASTOT/(PIB*1000))*100$
GASC_PIB	GASCEN COMO % PIB	$(GASCEN/(PIB*1000))*100$
GASR_PIB	GASREG COMO % PIB	$(GASREG/(PIB*1000))*100$
GASR_CEN	GASREG COMO % GASCEN	$(GASREG/GASCEN)*100$
GASR_TOT	GASREG COMO % GASTOT	$(GASREG/GASTOT)*100$
TRAN_PIB	TRANSFER COMO % PIB	$(TRANSFER/(PIB*1000))*100$
PIBRPC	PIBR PER-CAPITA	$(PIBR*1000/POBLA)$
GASED_PI	GASTO EN EDUCACION COMO % PIB	$(GASEDU/PIB*1000)*100$
GASAL_PI	GASTO EN SALUD COMO % PIB	$(GASSAL/PIB*1000)*100$
RECP_POB	RECPROP PERCAPITA	$(RECPROP/POBLA)$

## III. Regresiones Estimadas

Regresiones
1. $GAST\_PIB = f(GASR\_CEN, TRANS\_PIB, PIBRPC, VPIBPC)$
2. $RECP\_POB = f(TRANS\_PIB, PIBRPC)$
3. $GASC\_PIB = f(GASR\_TOT, TRANS\_PIB, PIBRPC, VPIBPC)$
4. $GASR\_PIB = f(GASR\_CEN, TRANS\_PIB, PIBRPC)$
5. $GASED\_PI = f(GASR\_CEN, TRANS\_PIB, PIBRPC)$
6. $GASAL\_PI = f(GASR\_CEN, TRANS\_PIB, PIBRPC)$

#### IV. Resultados

La primera regresión trata de verificar la hipótesis de que la descentralización, al aumentar la competencia entre comunidades en la provisión de bienes y servicios públicos, mejora la eficiencia en la asignación de los recursos públicos y lleva a una reducción en el tamaño del estado (hipótesis de Tiebout). En esta regresión, como en las restantes, se incluyeron también variables proxy de demanda (PIB per cápita), para controlar por el efecto de incrementos en el ingreso real per-cápita sobre el gasto público (hipótesis de Wagner). Igualmente se incluyó una variable dummy (con valor igual a uno (1) a partir de 1984), para recoger el impacto de los cambios legislativos que se comenzaron a producir a partir de la Ley 14 de 1983, impacto que puede no haber sido capturado completamente por las otras variables.

Los resultados muestran que la descentralización reduce el tamaño del sector público (aunque la elasticidad es muy reducida: -0.09) y su implementación a través de transferencias también produce un resultado similar. Curiosamente, los cambios legislativos han tenido un impacto positivo sobre el gasto total.

En la segunda regresión se examina la hipótesis de que las transferencias pueden inducir una sustitución de recursos propios por parte de los gobiernos locales, mediante una reducción del esfuerzo fiscal. Los resultados obtenidos no corroboran esta hipótesis, pues los recursos propios solo responden a esta misma variable rezagada (están autocorrelacionados). Los cambios legislativos producen por su parte un efecto negativo sobre los recursos propios.

La tercera regresión examina si la descentralización, medida como la relación entre el gasto de los departamentos y municipios y el gasto del Gobierno Central, ha llevado a un mayor crecimiento del gasto de éste como proporción del PIB. La hipótesis en la que se basa dice que, si se transfieren recursos sin transferir responsabilidades, el Gobierno Central deberá seguir realizando las inversiones que debían hacerse con las transferencias, lo que resulta en un aumento en el gasto del Gobierno Central.

Los resultados de la regresión son ambiguos, pues indican que mayores transferencias han conducido a aumentos en el gasto del Gobierno Central, pero una mayor descentralización no lo ha hecho.

El cuarto ejercicio es una versión alternativa del segundo, utilizando como variable dependiente el gasto de los departamentos y municipios en lugar de los recursos propios. Los resultados complementan los del segundo ejercicio, pues la descentralización parece afectar positivamente al gasto local (aunque la elasticidad es baja: 0.06). Los cambios legislativos también han tendido a aumentar este gasto.

Finalmente, las regresiones 5 y 6 buscan verificar la misma hipótesis examinada con la primera regresión, pero en este caso tan sólo para el gasto consolidado (Gobierno Central + Gobiernos Locales) en educación y salud. Los resultados solo son significativos para el gasto en educación y muestran que las transferencias no han llevado a reducir el gasto total del gobierno en este sector.

**Regresión No. 1**

**GAST\_PIB = f (GASR\_CEN,TRANS\_PIB,PIBRPC,VPIBPC)**

Dependent Variable = GAST\_PIB

Variable	DF	B Value	t Ratio
Intercept	1	44.1200628	10.754
GASR_CEN	1	-0.0920013	-2.682
TRAN_PII	1	-1.3122899	-1.893
PIBRPC1	1	-52.1713150	-1.641
LEY	1	1.9903627	1.796

**Ordinary Least Squares Estimates**

1) SSE	56.49264	DFE	20
2) MSE	2.824632	Root MSE	1.680664
3) SBC	107.4222	AIC	101.3278
4) Reg Rsq	0.6807	Total Rsq	0.6807
5) Durbin-Watson	1.5858	PROB<DW	0.0339

**Regresión No. 2**

**RECP\_POB = f (TRANS\_PIB,PIBRPC)**

Dependent Variable = RECPROP

Variable	DF	B Value	t Ratio
Intercept	1	-1296.29346	-2.711
LEY	1	-3560.17786	-3.072
RECPROP1	1	1.35838	407.776

**Ordinary Least Squares Estimates**

1) SSE	79591539	DFE	22
2) MSE	3617797	Root MSE	1902.051
3) SBC	454.9421	AIC	451.2855
4) Reg Rsq	0.9999	Total Rsq	0.9999
5) Durbin h	-0.67421	PROB<h	0.2501

**Regresión No. 3**

**GASC\_PIB = f (GASR\_TOT,TRANS\_PIB,PIBRPC,VPIBPC)**

Dependent Variable = GASC\_PIB

Variable	DF	B Value	t Ratio
Intercept	1	14.7970276	5.620
GASR_TOT	1	-0.0820148	-2.768
TRAN_PIB	1	0.8411453	2.511
PIBRPC	1	-46.7639655	-3.069
LEY	1	0.9758537	2.042
GASC_PII	1	0.3138599	2.288

**Ordinary Least Squares Estimates**

1) SSE	9.33348	DFE	19
2) MSE	0.491236	Root MSE	0.700882
3) SBC	65.62849	AIC	58.31523
4) Reg Rsq	0.6570	Total Rsq	0.6570
5) Durbin h	1.9829	PROB>h	0.0237

**Regresión No. 4**

**GASR\_PIB = f (GASR\_CEN,TRANS\_PIB,PIBRC)**

Dependent Variable = GASR\_PIB

Variable	DF	B Value	t Ratio
Intercept	1	7.6216004	6.470
LEY	1	0.8308732	2.602
PIBRPC1	1	-20.5357109	-3.398
GASR_CEN	1	0.0576290	5.896

**Ordinary Least Squares Estimates**

1) SSE	4.947642	DFE	21
2) MSE	0.235602	Root MSE	0.485389
3) SBC	43.32331	AIC	38.44781
4) Reg Rsq	0.7226	Total Rsq	0.7226
5) Durbin-Watson	1.4422	PROB<DW	0.0233

**Regresión No. 5**

**GASED\_PIB = f (GASR\_CEN,TRANS\_PIB,PIBRC)**

Dependent Variable = GASED\_PIB

Variable	DF	B Value	t Ratio
Intercept	1	1.1791137	1.382
PIBRPC	1	-11.9693452	-1.314
TRAN_PIB	1	0.6825534	2.750

**Ordinary Least Squares Estimates**

1) SSE	4.295838	DFE	18
2) MSE	0.238658	Root MSE	0.488526
3) SBC	35.40459	AIC	32.27103
4) Reg Rsq	0.3571	Total Rsq	0.3571
5) Durbin-Watson	2.1063	PROB<DW	0.4257

**Regresión No. 6**

**GASAL\_PIB = f (GASR\_CEN,TRANS\_PIB,PIBRC)**

Dependent Variable = GASAL\_PIB

Variable	DF	B Value	t Ratio
Intercept	1	1.72239433	13.772
GASR_CEN	1	-0.00212933	-1.301
PIBRPC	1	-4.57677328	-5.296

**Ordinary Least Squares Estimates**

1) SSE	0.075049	DFE	18
2) MSE	0.004169	Root MSE	0.064571
3) SBC	-49.5878	AIC	-52.7213
4) Reg Rsq	0.7587	Total Rsq	0.7587
5) Durbin-Watson	1.9481	PROB<DW	0.3055

## INFORMACION HISTORICA

AÑO	GASTO TOTAL Millones de \$ (1)	GASTO DPTOS. Y MUNICIPIOS Millones de \$ (2)	GASTO GOBIERNO NAL. CENTRAL Millones de \$ (3)	GASTO EN EDUCACION	GASTO EN SALUD	TRANSF. DEL GOB. NAL. CENTRAL Millones de \$ (4)	REC. PROPIOS DPTOS. Y MPIOB. Millones de \$ (5)	PIB REAL (Base 1965)	PIB NOMINAL Miles de Millones \$	POBLACION
1965			5808 00			1087 00		1895 73	60 82	18040000
1966			7719 00			1319 00		2002 35	73 60	18547000
1967	19703 00	7801 00	7952 00			1293 00	2894 00	2077 50	83 10	18996000
1968	24929 00	9414 00	11009 00			1905 00	3321 00	2210 83	96 40	19996000
1969	31719 00	11275 00	14664 00			3535 00	3817 00	2351 34	111 00	20714000
1970	37666 00	12683 00	18437 00	2485 9	1308 8	4882 00	4170 00	2559 17	132 80	21380000
1971	45027 00	15034 00	22292 00	3301 9	1630 2	5186 00	4713 00	2720 90	155 90	21871000
1972	50996 00	18491 00	24065 00	4098 9	1865 3	5897 00	5225 00	2923 00	189 80	22350000
1973	61932 00	22763 00	29803 00	551 6	2185 9	8495 00	6261 00	3124 44	243 20	22812000
1974	83275 00	29230 00	37016 00	6541 8	3213 4	10695 00	7388 00	3301 33	405 10	23282000
1975	105801 00	37857 00	49845 00	8561 1	3450 8	13806 00	9220 00	3375 83	532 30	24291000
1976	129617 00	50471 00	52795 00	10439 1	4911 7	17460 00	11091 00	3533 81	716 00	24628000
1977	178469 00	64755 00	71838 00	14524 1	6461 1	26604 00	14458 00	3686 27	909 50	25384000
1978	218079 00	81903 00	100918 00	20326 6	7242 1	37813 00	18323 00	3993 45	1188 80	25951000
1979	303202 00	99109 45	150159 00	28562 0	10283 0	55780 00	23952 00	4277 81	1579 10	26525000
1980	309641 00	116315 90	193745 00	37923 6	13655 1	75000 00	33077 90	4382 00	1982 80	27107000
1981	407741 00	176114 80	214400 00	52620 5	17040 5	91000 00	42153 20	4480 68	2497 30	27699000
1982	536347 00	227021 10	291200 00	68642 8	20352 8	127000 00	51448 40	4598 06	3054 10	28295000
1983	681949 00	298518 90	343800 00	86527 8	25458 3	157000 00	68706 50	4750 14	3856 60	28851000
1984	844084 00	373458 50	444719 00	118982 5	29811 3	203000 00	81848 30	4750 14	4965 90	29481000
1985	1150730 00	468214 60	573000 00	135703 8	35053 0	240600 00	156347 90	5255 10	6788 00	30566000
1986	1414417 00	671988 20	713600 00	175460 2	48659 7	312500 00	203311 80	5537 29	8824 40	30646000
1987	1813978 00	891220 50	961900 00	217854 0	68764 0	415300 00	269489 50	5762 40	11731 60	31219000
1988	2563504 00	1226195 90	1335600 00	274076 5	86668 6	580400 00	362636 10	5959 30	15126 70	31785000
1989	3368748 00	1661279 00	1728000 00	283145 10	80741 40	697800 00	489586 30	6206 10	20234 10	32345000
1990	4327383 00	2199969 00	2245100 00	365438 10	119664 50	1289000 00	660941 51	6336 43	26240 00	32900000
1991	6153500 00	1985000 00	3048000 00			1917000 00	892271 03	6558 20	33064 00	33400000
1992	8752000 00	2818000 00	4158000 00							

(1) Incluye Gastos Corrientes e Inversión y excluye Préstamo Neto

(2) Incluye nivel departamental y municipal consolidados (Sector Central, Descentralizado y Empresas no Financieras) Incluye Gastos Corrientes y de Inversión Fuente 1967-1978 CGR 19880-1990 Banco República 1979 - 1992

(3) Fuentes 1965-1980 Fedesarrollo. 1981-1990 Finanzas Intergubernamentales en Colombia (no incluye Empresas)

(4) Transferencias corrientes Fuentes Finanzas Gubernamentales en Colombia Colombia Descentralización y Federalismo Fiscal

(5) A nivel departamental incluye cerveza Tabaco, Licores Nacionales y Extranjeros A nivel Municipal incluye Industria y Comercio Valorización y Otros

**BIBLIOGRAFIA**

1. Gonzalez, Edgar Alfonso (1991), "El Sistema de transferencias intergubernamentales", en *Descentralización y Estado Moderno*, FESCOL.
2. Hewitt, Daniel y Dubravko Mihaljek, "Fiscal Federalism", Capítulo 16 de Vito Tanzi, Editor (1992), *Fiscal Policies in Economies in Transición*, FMI.
3. Hewitt, Daniel, "Transfers to Local Governments", Capítulo XII de Hemming, Richard y Ke-young Chu (1991), *Public Expenditure Handbook*, FMI.
4. Oates, Wallace (1991), *Studies in Fiscal Federalism*, Edward Elgar Publishing Limited.
5. Quehl, Scott (1993), "Colombia: Toward Increased Efficiency and Equity in the Health Sector, Can decentralization Help?", Mineo, June.
6. Reid, Gary y Donald Winkler (1991), "Decentralization and Government Size in Latin America", Mimeo.
7. Rubinfeld, Daniel (1987), "The Economics of the Local Public Sector", en *Handbook of Public Economics*, Vol II
8. Stiglitz, Joseph (1988), *Economics of the Public Sector*, Second Edition, Norton.
9. Vargas, Cesar et al (1993), "Financiamiento del desarrollo regional: situación actual y proyectivas", en *Planeación y Desarrollo*, Vol XXIV, No. 1, enero-abril de 1993.
10. Wiesner, Eduardo (1992), *Colombia: Descentralización y Federalismo Fiscal*, Informe Final de la Misión para la Descentralización, Presidencia de la República, Departamento Nacional de Planeación.
11. Winkler, Donald (1993), "The Design and Administration of Intergovernmental Transfers", Latin America and the Caribbean Technical Department, Regional Studies Program, Report No. 29.

# LA POLITICA MACROECONOMICA 1993-1994

Rafael Villareal\*

## I. INTRODUCCION

**E**n la actualidad tres entidades realizan ejercicios de programación macroeconómica con el fin de coordinar las políticas monetaria, cambiaria y de crédito, cuya responsabilidad es de la Junta Directiva del Banco de la República con la política económica general. Estas entidades son el Banco de la República, el Departamento Nacional de Planeación y el Ministerio de Hacienda.

En este documento resumimos el ejercicio de programación realizado por los asesores del Confis y la Dirección General de Política macroeconómica del Ministerio de Hacienda y presentado en el Consejo Superior de Política Fiscal. Con base en ese ejercicio nuestro, desde mi punto de vista, las perspectivas macroeconómicas para el próximo año y las políticas más convenientes para conseguir las diferentes metas económicas.

Otros documentos de programación fueron presentados en otras dos instancias decisorias de la política económica. Así, la Junta Directiva del Banco de la República aprobó los lineamientos de la política monetaria, cambiaria y de crédito para el próximo año y llegó a un acuerdo preliminar con el Gobierno Nacional sobre el déficit fiscal compatible con las principales metas macroeconómicas. De otra parte, el Consejo Nacional de Política Económica y Social, aprobó el documento de programación macroeconómica para 1994, el cual también muestra la compatibilidad de las metas fiscales con las del resto de variables macroeconómicas.

En la primera parte de este documento examinamos nuestras proyecciones macroeconómicas para 1993, las cuales se basan en los datos disponibles a la fecha. En la segunda parte, presentamos las metas y las proyecciones para 1994 y en la tercera, se discuten las opciones de política.

\* Director Política Macroeconómica - Ministerio de Hacienda.

## II. METAS PARA 1993

La Junta Directiva del Banco de la República fijó una meta de inflación del 22 por ciento para 1993. Para lograr esta meta se propuso mantener los medios de pago en un corredor que refleja el comportamiento de la demanda de dinero. Para finales de 1993 el punto medio del corredor implica un aumento de 27 por ciento anual de los medios de pago. Con ésto se podría mantener un aumento del crédito suficiente para financiar al sector privado y una tasa de interés de captación del 23 por ciento. Igualmente, se decidió mantener el índice de tasa de cambio real del Banco de la República en un nivel cercano a su valor de equilibrio de largo plazo, que se supuso alrededor de 100.

En cuanto a la acumulación de reservas internacionales se consideró inicialmente que estas alcanzarían los US\$ 900 millones, basados en un supuesto de crecimiento de las importaciones de alrededor del 25 por ciento.

Por su parte, la tasa de crecimiento del producto se proyectó en 4.5 por ciento y el déficit fiscal compatible con estas metas y proyecciones se estimó en el equivalente al 1 por ciento del PIB.

Estas metas no eran, sin embargo, las únicas de las autoridades económicas. El gobierno nacional definió otros objetivos prioritarios, relacionados con el desarrollo económico y la modernización de la economía. Naturalmente hay un acondicionamiento mutuo entre los objetivos de la política macroeconómica y los objetivos económicos generales del gobierno.

En relación con el sector público las metas más importantes son:

- Culminar el Programa de Inversiones Públicas contemplado en el Plan de Desarrollo, especialmente en sus componentes de gasto social e infraestructura física para la apertura.
- Avanzar rápidamente en la reestructuración y modernización del sector público y en el de privatización de empresas y activos estatales.
- Acercar los precios de los bienes y servicios públicos a niveles que reflejan sus costos marginales de largo plazo.
- Ordenar las finanzas públicas cancelando deudas vencidas, principalmente por concepto de pensiones.
- Respecto al sector privado, un objetivo prioritario del gobierno es mantener condiciones favorables para la inversión privada y abrir oportunidades de inversión en los sectores de telecomunicaciones hidrocarburos y energía eléctrica.

Mantener las reformas estructurales llevadas a cabo durante esta administración, especialmente la internacionalización de la economía.

### III. RESULTADOS MACROECONÓMICOS DE 1993

#### A. Producción

Desde 1992 Colombia entró en una senda de mayor crecimiento económico. El dinamismo de la demanda interna, la mayor capacidad productiva de la economía y los aumentos en productividad en algunos sectores ayudan a explicar estos resultados. En presencia de factores adversos como el marcado deterioro de los precios de varios de los productos de exportación, la demanda de inversión y de bienes de consumo duradero han respondido de manera favorable a la apertura económica y a las menores tasas de interés reales que han prevalecido en la economía en el último año y medio. Pese al auge de las importaciones, que finalmente reaccionaron a las nuevas condiciones de la apertura comercial, la demanda dirigida al producto interno ha sido suficiente para garantizar un crecimiento de la economía superior al 4.5 por ciento. A este resultado ha contribuido también el gasto público, que ha amortiguado el efecto adverso de las mayores importaciones sobre la demanda interna.

Estimaciones del Ministerio de Hacienda muestran que en términos reales, en 1993 la inversión aumentará en cerca del 22 por ciento, las exportaciones en 5.1 por ciento y el consumo en 7.8 por ciento. El dinamismo de la inversión se refleja en que más de la mitad del crecimiento del 77.8 por ciento observado en las importaciones en el primer semestre de 1993 se debe a importaciones de bienes de capital y de materiales de construcción. Así mismo, la producción real de bienes de capital, según los datos de la muestra mensual manufacturera del DANE, acumulados a julio, fue superior en 36.9 por ciento a la del mismo período del año pasado.

Los sectores de mayor actividad en 1993, son el de la industria manufacturera excluyendo trilla de café, construcción, comercio y servicios financieros. El sector agropecuario, de pobre desempeño desde el año pasado, está recuperándose, al punto de que para este año se espera un crecimiento de 3 por ciento para la producción no cafetera. Se espera una disminución de 6.3 por ciento en la cosecha cafetera de este año, con lo cual el crecimiento del sector agropecuario estaría cerca del 2 por ciento.

#### B. Inflación

En materia de inflación los resultados han sido igualmente satisfactorios. Desde junio del presente año la inflación de los últimos doce meses, medida por el índice de precios al consumidor, se ha situado en un nivel inferior a la meta del 22 por ciento. La inflación acumulada a octubre de 1993 es inferior en 3.4 puntos porcentuales a la de los diez primeros meses de 1992. Si se comparan los últimos

doce meses (de octubre a octubre) el avance es mayor en 21.7 por ciento frente a 26.3 por ciento. Desde una perspectiva más amplia puede afirmarse que la inflación se ha reducido en cerca de nueve puntos porcentuales, puesto que en octubre de 1992 la variación del IPC en los últimos doce meses era de 30.7 por ciento.

El comportamiento de los precios de los diferentes componentes de la canasta no ha sido uniforme. Al excluir alimentos en la canasta la inflación anual a octubre es de 27 por ciento. Por su parte, los precios de los servicios han sido elevados (cerca del 30 por ciento en los últimos doce meses), los bienes diferentes de alimentos han venido creciendo a tasas relativamente estables cercanas al 22 por ciento desde hace más de un año, mientras que los precios de los alimentos aumentaron 11.3 por ciento. Para el último trimestre del año es muy probable que estas tendencias continúen y que, por consiguiente, se alcance la meta del 22 por ciento.

La evolución del IPP muestra de manera más acentuada la desaceleración de la inflación. Su variación anual a diciembre de 1992 fue de 17.9 por ciento y en octubre del presente año se situó en 12.5 por ciento. Cabe destacar el lento crecimiento de los precios de los bienes de capital e intermedios y la fuerte declinación en el crecimiento de los precios de los bienes de consumo desde mediados de 1992. Estos resultados pueden atribuirse a la apertura, a la devaluación nominal que ha sido de cerca de 13 por ciento en promedio en 1993 y en parte a una menor inflación externa efectiva.

### **C. Salarios**

Los salarios reales en 1993 han aumentado en las actividades urbanas, principalmente en la industria manufacturera y en la de la construcción. Tres factores han incidido en el aumento de los salarios por encima de la inflación. El primero es el aumento en la productividad del trabajo, el que es difícil de cuantificar, pero sobre la cual hay señales positivas en la muestra mensual manufacturera. El segundo, es la mayor demanda de trabajo, debido al considerable nivel de actividad de estos sectores urbanos y, en general, a las reducciones en las tasas de desempleo. Finalmente, están los contratos salariales basados en expectativas de inflación superiores a la inflación que se ha observado.

En la industria se registran incrementos salariales excesivos. El salario real promedio aumentó 5.1 por ciento en julio de 1993, con respecto al año pasado. En términos de producto, este aumento fue de 11 por ciento debido al menor crecimiento de los precios del productor para la industria manufacturera, en relación con los precios al consumidor. De lo anterior se desprende que el crecimiento de los salarios está incidiendo negativamente en la rentabilidad de las empresas, especialmente de aquellas expuestas a la competencia externa.

En la construcción los salarios se han incrementado en 8% en términos reales entre 1992 y 1993. El comportamiento de los salarios de este sector parece

bastante sensible a los aumentos en el salario mínimo y a la dinámica de la actividad edificadora. Los aumentos en 1993 han sido muy superiores al del salario mínimo debido al auge de la construcción. Sin embargo, cabe esperar que el salario mínimo sea nuevamente un punto de referencia cuando el auge se haya atenuado.

En las actividades rurales continúa la parte descendente de un ciclo que comenzó en 1988 y que se acentuó en 1992 por la reducción en el nivel de actividad agropecuaria. A finales de 1992 se observó cierta recuperación, paralela a la mayor actividad productiva.

#### **D. Dinero, crédito y tasas de interés**

El crecimiento de la oferta monetaria en 1993 ha estado determinado básicamente por la reducción de certificados de cambio emitidos el año pasado, por el pago de interés sobre los títulos del Banco de la República y las compras de oro por parte de éste. Las operaciones del sector público serán neutrales en la base monetaria, al finalizar 1993. Aunque el gobierno liquidará depósitos en el Banco de la República por cerca de \$150 mil millones, realizará pagos al emisor por \$153 mil millones, correspondientes a la amortización de dudas e intereses. La acumulación ha sido neutralizada directamente por la emisión de certificados de cambio. Lo cual crea presiones expansionistas moderadas para el próximo año.

El sector público tampoco ha sido un factor expansionista por el lado de la acumulación de reservas internacionales, puesto que su endeudamiento externo ha sido negativo en los últimos años. El déficit fiscal como proporción al PIB ha sido moderado, de tal forma que la demanda neta de recursos financieros del sector público consolidado también ha sido moderada. El origen de la expansión monetaria está en las pérdidas del Banco de la República y en la acumulación de reservas, principalmente por los ingresos de la cuenta de capital (inversión extranjera y endeudamiento privado).

La Junta Directiva del Banco de la República definió un corredor para el crecimiento de los medios de pago, con aumento máximo de 30 por ciento y mínimo de 24 por ciento para finales de 1993, basándose en estimaciones de demanda de dinero consistentes con las metas de inflación, crecimiento del producto y con tasas de interés alrededor del 23 por ciento. En los últimos meses los medios de pago han tendido a situarse por encima del límite superior del corredor.

El principal instrumento para lograr la meta de crecimiento monetario son los títulos del Banco de la República. El aumento sistemático de los medios de pago por encima de las metas previstas por la autoridad implica que a las tasas de interés vigentes el público no demanda los títulos necesarios para mantener los medios de pago dentro del corredor de crecimiento esperado. En otras palabras, se requiere una menor demanda de dinero, lo cual es consistente con una mayor tasa de interés. Sin embargo, las mayores tasas de interés presentan el incon-

veniente de inducir mayores flujos de capital al país y de elevar el déficit cuasifiscal. Quedan entonces, las acciones diferentes a la política monetaria que logran reducir las expectativas de inflación.

La política monetaria ha permitido una reducción en las tasas reales de interés activas y pasivas. Las pasivas ex post promediaron 3.0 por ciento entre 1990 y 1993, sensiblemente inferior al promedio de la década pasada que fue de 9.1 por ciento. El promedio de las tasas activas fue de 10.8 por ciento, frente a 14.2 por ciento del período 1986-1989. Mientras las tasas pasivas domésticas se acercan a las tasas de paridad, las activas permanecen bastante alejadas. Con la medida de la Junta Directiva para encarecer el endeudamiento externo se esperaba igualar estas tasas.

De otra parte, la cartera de crédito del sistema financiero consolidado ha venido aumentando rápidamente desde mediados de 1992, comportamiento no anticipado en las proyecciones macroeconómicas de comienzos de año. Este incremento parece estar atado al aumento de la inversión privada a las importaciones de bienes de capital, y a una reducción de las tasas reales de interés de préstamos en los dos últimos años. Han sido importantes también los aumentos en la demanda de crédito para adquisición de bienes de consumo duraderos.

La política monetaria orientada a acomodar la demanda de dinero a bajas tasas de interés, simultáneamente con una mayor disponibilidad de crédito, ha permitido e inducido incrementos en la demanda de bienes de inversión y de bienes de consumo.

## **E. Finanzas públicas**

Se estima un déficit del sector público consolidado equivalente a 0.95 por ciento del PIB para 1993 y de 1.5 por ciento para 1994. Realizando ajustes por ejecución es muy probable que el déficit sea de 0.6 por ciento del PIB en 1992 y de 1.2 por ciento en 1993. Vale la pena anotar que 1.1 por ciento del PIB en 1993 y de 0.7 por ciento en 1994 son gastos de carácter transitorio, que responden a las decisiones de reestructurar y modernizar la administración pública y responder por deudas asumidas en años anteriores, principalmente de pensionados.

Los incrementos en el gasto público en 1993 han sido financiados básicamente con ingresos estables y no deben generar las presiones inflacionarias que le han atribuido recientemente.

## **F. Balanza de pagos**

Se han registrado cambios significativos en la balanza de pagos en 1993. En primer término, se redujo notablemente el ritmo de acumulación de reservas internacionales, lo cual reduce las presiones monetarias expansionistas para el

próximo año y alivia las pérdidas del Banco de la República. Aunque hay gran incertidumbre sobre el nivel de las importaciones para este año y el próximo, lo cierto es que la acumulación de reservas no alcanzará los niveles de años anteriores, incluso en 1993 podríamos experimentar una reducción de las reservas de caja.

Otro paso significativo es el paso a un importante déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que en 1993 será equivalente a 3.2 por ciento del PIB y en 1994 de 5.2 por ciento. Este déficit es financiado con mayor endeudamiento privado, con inversión extranjera en 1993 y básicamente con inversión extranjera y endeudamiento público de largo plazo en 1994.

A pesar del aparente gran déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos en 1994, todo parece indicar que se puede financiar de manera estable. Debemos tener en cuenta que gran parte del déficit en cuenta corriente se explica por las importaciones especiales atadas al proyecto Cusiana y a las inversiones extranjeras. Igualmente, debemos considerar que las perspectivas de mediano plazo son de aumentos significativos en los ingresos corrientes. De esta forma, aunque el déficit en cuenta corriente recuerda los observados en la primera mitad de la década de los ochentas, los cuales casi generan una crisis de balanza de pagos, el actual está acompañado de unas buenas perspectivas de mediano plazo y de una mayor confianza en la solidez de la economía colombiana. La solidez de la cuenta de capital no está dependiendo, como en otras épocas, de capitales volátiles.

En la balanza comercial se observó un gran aumento de las importaciones, principalmente de bienes de capital y de bienes de consumo duradero. Para 1994 se espera que las importaciones diferentes de las atadas a proyectos especiales crezcan a un ritmo similar al del PIB en dólares, simultáneamente con un menor ritmo de crecimiento de la inversión privada y de bienes de consumo duraderos. Las exportaciones no tradicionales crecerían a un ritmo cercano al 13 por ciento en 1993 y 1994, aún con una pequeña disminución en la tasa de cambio real.

#### **IV. PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO PARA 1994**

Para 1994 se prevé un crecimiento de 5 por ciento del PIB, resultado de un aumento real de la demanda interna de 7.6 por ciento y un déficit en la balanza de bienes y servicios. Las importaciones totales crecerían 16.3 por ciento en términos reales y las exportaciones 5.3 por ciento. La inversión se incrementaría 13.3 por ciento, en parte por el desarrollo de proyectos especiales y por la inversión pública; el consumo crecería 6.2 por ciento, en parte por el aumento del consumo de las administraciones públicas.

## V. PERSPECTIVAS FINANCIERAS Y ANALISIS DE CONSISTENCIA 1994

Con el fin de determinar si el déficit fiscal proyectado es financiable, se realizó un ejercicio de consistencia financiera, el cual se basa en una proyección del balance del sistema financiero consolidado, acorde con la balanza de pagos y los principales supuestos y proyecciones macroeconómicas. El ejercicio supone para un crecimiento de 27.5 por ciento de los activos financieros del sector privado, un aumento de 37 por ciento en el crédito al sector privado, pérdidas del Banco de la República de \$120 mil millones y aumentos del patrimonio de los bancos a un ritmo similar al crecimiento de sus activos. La acumulación de reservas internacionales netas se supuso de US\$ 725, millones de acuerdo con nuestras proyecciones de balanza de pagos y el endeudamiento externo de las entidades financieras también se ajustó a los resultados de la balanza de pagos. El endeudamiento externo de las entidades financieras se ajustó a los resultados de la balanza de pagos.

El crédito al sector público cierra el balance del sistema financiero consolidado. Después de efectuar ajustes por valoración de las cuentas en moneda extranjera se obtiene el flujo de crédito disponible para el sector público. Este flujo se suma al crédito externo y al crédito tomado directamente del sector privado (principalmente a través de TES). El resultado general es un déficit financiable equivalente a 1 por ciento del PIB en 1993 y de 1.5 por ciento en 1994. Teniendo en cuenta que el aumento del crédito al sector privado es aparentemente elevado (nueve puntos por encima del PIB normal), podemos afirmar que habrá problemas de financiamiento del déficit en 1993 y 1994.

El ejercicio de consistencia nos dice que si la inflación es de 19 por ciento, el producto crece el 5 por ciento y dadas las otras metas y proyecciones macroeconómicas, es posible financiar un déficit fiscal de una determinada magnitud sin impedir el cumplimiento de las metas básicas. No asegura de ninguna manera, que llegar al déficit consistente sea suficiente para bajar la inflación.

La discusión sobre la consistencia se dirige entonces, a otros planos. Uno es el de los instrumentos para bajar la inflación al 19 por ciento. En alguna medida la programación del déficit teniendo en cuenta la meta de inflación, ayuda a conseguir este resultado. Sin embargo, es necesario disponer de otros elementos para este fin, posiblemente un mayor esfuerzo fiscal. El segundo tema es el de la magnitud del gasto público y sus efectos sobre la demanda agregada y sobre los precios relativos de los bienes transables y no transables.

## VI. LAS POLITICAS REQUERIDAS PARA 1994

La estrategia gradual para bajar la inflación tiene problemas de credibilidad, porque puede ser abandonada a mitad de camino a medida que se vayan viendo los costos de bajarla y aumenten las presiones de los sectores más afectados.

Los problemas de credibilidad se acentúan en una coyuntura electoral como la actual, en la cual hay incertidumbre sobre la política macroeconómica del próximo gobierno. Por fortuna, en Colombia se han dado cambios institucionales importantes que dan confianza en una estrategia antiinflacionaria principalmente en la reforma del manejo monetario. Sin embargo, no parece suficiente ya que se observan expectativas de inflación rígidas.

Estas expectativas están unidas a problemas de credibilidad asociados a las incertidumbres mencionadas y a las debilidades inherentes a la estrategia gradualista.

Lo aconsejable en estas circunstancias es mantener el programa fiscal, que permite un amplio espacio al sector privado, y manejar algunos instrumentos adicionales. Una combinación de política salarial, de política cambiaria, un mayor esfuerzo fiscal y de tarifas de servicios públicos parece ser conveniente en las actuales circunstancias.

### **El papel del déficit fiscal**

La literatura teórica y empírica señala que es necesario ajustar las finanzas públicas si el desequilibrio fiscal está en la base de un proceso inflacionario. La revisión de Dornbush de la experiencia de cinco países de inflación moderada que lograron bajar a un dígito, muestra reducciones del déficit fiscal en todos los casos. Sin embargo, todas estas economías partieron de déficits fiscales elevados en relación con el PIB, en comparación con el de Colombia. En algunos casos, el ajuste fue significativo y en otros fue moderado. El nivel del déficit fiscal en todos estos países fue superior al observado en Colombia en los últimos cuatro años.

Obsérvese, además, que Colombia pasó de un déficit fiscal equivalente a 5% del PIB en 1985 a un déficit promedio de 1.5 por ciento del PIB entre 1986 y 1989 y pasaría a un promedio de 0.7 por ciento del PIB en el período 1990-1994, de acuerdo con las proyecciones fiscales para 1992 y 1993. En consecuencia, Colombia parece haber sido más estricta en materia fiscal que los países de inflación moderada que lograron reducir su inflación a un dígito.

Las apreciaciones sobre el desborde de las finanzas públicas podrían quedar en entredicho si, además de lo anterior, agregamos que el Gobierno Nacional asumió en 1993 y asumirá en 1994 gastos transitorios equivalentes a 1% y 0.7 % del PIB, respectivamente, con el fin de reestructurar y modernizar la administración pública y responder por las deudas asumidas en años anteriores. Si bien las decisiones de reestructurar y modernizar significan altos costos fiscales en el corto y mediano plazo, producirán beneficios a las finanzas públicas en el largo plazo y se reflejarán en mejores servicios estatales para las empresas y los particulares.

A lo anterior debemos añadir una reducción de las pérdidas del Banco de la República para el próximo año, cerca de 0.2% del PIB, frente a 0.8% en 1993.

## Política salarial

Una de las dificultades para conseguir las metas de inflación está en los ajustes salariales realizados con expectativas de inflación superiores a las metas fijadas por las autoridades económicas. Hay problemas de credibilidad en las estrategias antiinflacionarias, que tienen varios orígenes, y que dan lugar a que los empresarios y trabajadores realicen acuerdos al margen de las metas que establecen las autoridades. Podemos discutir cuáles son las opciones que tienen las autoridades para ganar credibilidad. Cualquiera que sea la solución a este importante problema, pensamos que las autoridades económicas pueden influir de manera significativa en las alzas salariales del próximo año, aumentando el salario mínimo y los salarios del sector público con base en la meta de inflación y no con base en la inflación pasada. Esta decisión, por sí misma, ayuda a darle credibilidad al programa de las autoridades.

El salario mínimo es un determinante de los salarios en el sector de bienes no transables. En efecto, el ajuste de los salarios en la construcción y en el comercio están atados al salario mínimo. El porcentaje de aumento de éste no es una camisa de fuerza para las empresas y los trabajadores. De hecho, no hay manera de impedir que estos pacten aumentos superiores al establecido para el salario mínimo. Sin embargo, lo importante es que el aumento no se convierta en una restricción para quienes deseen ajustar los salarios de acuerdo con la meta de inflación de las autoridades.

El aumento en los salarios del sector público también puede ser una señal y un instrumento para reducir las presiones al alza de los salarios en el resto de la economía. Esta política debería adoptarse en las administraciones públicas, en las entidades descentralizadas y en las entidades financieras de propiedad del Estado. La alta participación del empleo en entidades y empresas estatales en el empleo urbano de la economía, 9.3%, puede ser aprovechado para disminuir las presiones a las alzas salariales excesivas en el resto de la economía.

Esta decisión tiene un costo para el Estado y las entidades estatales si no se cumplen las metas de inflación, ya que habrá una disminución en los salarios relativos de las entidades públicas y una reasignación de los trabajadores entre el sector privado y el público. El resultado puede ser una pérdida de productividad en las entidades y empresas públicas. De aquí la importancia de utilizar otros instrumentos de política para cumplir la meta de inflación y de que el sector privado se comprometa a realizar ajustes salariales con base en estas metas.

## Tasa de Cambio

Una tasa de cambio real sobrevaluada acelera la inflación. Si la tasa de cambio nominal es inflexible, el aumento de precios será el mecanismo a través del cual se conseguirá el equilibrio de la tasa de cambio real.

El valor de equilibrio de la tasa de cambio real depende, entre otras cosas, de la política fiscal y del nivel de endeudamiento externo sostenible del país. La cuenta capital de Colombia se ha fortalecido en los últimos años como resultado de las reformas estructurales que se han llevado a cabo y de la confianza en la estabilidad de la economía que tienen tanto los residentes como los no residentes. De especial importancia ha sido la apertura a la inversión extranjera, la cual suministra recursos de capital estables, compatibles con déficits persistentes en la balanza de pagos. El nivel de endeudamiento externo del sector público se ha reducido en el equivalente de nueve puntos porcentuales del PIB en los últimos tres años y esto abrió espacio al endeudamiento privado externo tanto de corto como de largo plazo.

El comportamiento de la tasa de cambio real debe reflejar estas nuevas condiciones, las cuales posiblemente no se habían delineado claramente cuando se definió el índice de tasa de cambio real de 100 como valor de equilibrio. Como se anotó anteriormente, la tasa de cambio real en 1993 ha sido superior a ese valor de referencia y esto puede estar generando presiones inflacionarias. Parece aconsejable devaluar más lentamente en términos nominales para lograr el ajuste de la tasa de cambio real a un valor de 100, como máximo.

### **Relación de precios de transables y no transables**

La relación de precios de transables a no transables ha sido una de las fuentes de preocupación de los analistas. Esta es una medida alternativa de cambio real al índice que elabora el Banco de la República.

Hemos calculado esta relación clasificando los bienes de la canasta de consumo en estas dos categorías. Cualquier clasificación es arbitraria, puesto que los límites entre transables y no transables no están bien definidos en la práctica. Además, hemos observado una gran sensibilidad de los resultados a la inclusión o exclusión de productos de difícil clasificación. La principal diferencia entre los transables y los no transables está en los servicios, que se consideran no transables. Excluyendo alimentos, nuestra categoría de bienes transables está aumentando a tasas cercanas al 29 por ciento anual, frente a tasas del 21 por ciento de los transables. El aumento mayor de los no transables ha generado un incremento en sus precios relativos de más de quince puntos porcentuales en los dos últimos años y esto ha servido para que algunos analistas hablen de una revaluación real e incluso de la necesidad de devaluar aceleradamente o de cambiar el índice de precios de referencia para calcular el índice de tasa de cambio real.

Los reclamos para un ajuste fiscal se basan en parte en la evolución de los precios relativos de los bienes transables, ya que ésta reflejaría un exceso de demanda. Sin embargo, buena parte de la discrepancia se origina, no en excesos de demanda, sino en los ajustes reales de los bienes y servicios que suministra el Estado, con el fin de acercar estos precios a sus costos marginales de largo plazo. Es un ajuste inevitable para asegurar un sano manejo financiero de las

empresas estatales y corregir distorsiones en la asignación de recursos, inducida por tarifas y precios subsidiados.

En consecuencia, el aumento de los precios relativos de los bienes y servicios públicos es un resultado deliberado para llevarlos a sus valores de equilibrio de largo plazo y por lo tanto no forma parte de un proceso de revaluación real de la tasa de cambio que pueda corregirse con una mayor devaluación.

Algo que señalaron frecuentemente los analistas en el pasado, que ha estado más bien ausente en el debate reciente sobre la inflación, es que los ajustes en tarifas de los servicios públicos corrigen un déficit fiscal y, en consecuencia, sientan las bases para bajar la inflación en el mediano y largo plazo. Nos enfrentamos al dilema de elevar la inflación hoy para bajarla en el futuro o bajarla hoy para elevarla en el futuro.

Las metas de ganancias reales en las tarifas tienen que estar atadas también a la meta de inflación fijada por la Junta Directiva del Banco de la República para 1994. Debido a que el atraso tarifario es todavía enorme, a pesar de que las tarifas reales han aumentado más de 40 por ciento en los últimos años, no parece conveniente corregir de un golpe este atraso. La meta de ganancias reales para este año puede ser de cuatro o cinco puntos porcentuales sobre la meta de inflación. Ganancias adicionales podrían tener las empresas de servicios mejorando su productividad y su eficiencia operativa. Es claro que estas empresas pueden acercar las tarifas a sus costos marginales de largo plazo, ya sea subiéndolas o reduciendo sus costos. Supuestamente el plan financiero del sector público para 1994 ya contempla estas reducciones.

El otro gran componente de los servicios son los arrendamientos, que están subiendo por encima del 26 por ciento. Esto en parte es un resultado del ciclo de la demanda de bienes durables en la economía, pero también ha sido una respuesta a las nuevas condiciones macroeconómicas y en particular a las menores tasas de interés y a la mayor liquidez en la economía. Cabe esperar que este ciclo se atenúe el próximo año y que disminuya la presión alcista sobre los arriendos.

## Conclusiones

Muy probablemente se cumplan las principales metas macroeconómicas para 1993. El PIB ha crecido a tasas superiores al 4.5 por ciento y la inflación se mantiene en cerca del 22 por ciento. Para final de 1993 se espera una inflación cercana a la meta. La Junta Directiva del Banco de la República ha fijado el 19 por ciento para el próximo año y se han expresado dudas en los foros y en los medios de comunicación sobre esta meta.

La incertidumbre asociada con el período de elecciones hace difícil aplicar una estrategia que goce de credibilidad ante el público. No obstante, el país ha realizado cambios estructurales de control de la inflación. No es suficiente hacer ajuste fiscal para bajar la inflación, es necesario además, utilizar otros instrumentos de manejo. Particularmente, se requiere ajustar el índice de tasa de cambio real a su valor de equilibrio, el cual probablemente está por debajo de 100 en las actuales circunstancias. Esto implicaría una devaluación nominal más lenta en tres o cuatro puntos con respecto a la actual.

La política salarial es otro instrumento importante. El ajuste del salario mínimo y del sector oficial servirán como punto de referencia para los aumentos en el sector privado e influirán directamente en estos aumentos.

Las tarifas de servicios públicos no pueden ser utilizadas para anclar la economía. La estrategia del gobierno ha sido corregir un desequilibrio estructural, acercando las tarifas a sus costos marginales de largo plazo. No obstante, es conveniente moderar el aumento para ayudar en el programa de control de la inflación y buscar ganancias en productividad y eficiencia en las empresas públicas.

# EL NUEVO MODELO COLOMBIANO DE DESARROLLO: DIFICULTADES, RETOS Y OPORTUNIDADES <sup>1/</sup>

Luis Bernardo Flórez Enciso\*  
Eduardo Fernández Delgado\*\*

## INTRODUCCION

Los años noventa marcan el inicio de una nueva etapa en el proceso de acumulación de Colombia. Sus fundamentos descansan en una economía más abierta y competitiva, con un menor grado de regulación e intervención estatal. La configuración de este patrón de desarrollo comprende un conjunto de nuevas reglas de juego, a nivel económico, político e institucional, que sustituyen o modifican en muchos aspectos fundamentales las que determinaron la evolución del país durante los últimos treinta o cuarenta años. Sin embargo, apenas empiezan a operar las instituciones y el marco de políticas que le abren campo a este modelo. Por otra parte, al inicio de esta nueva fase, es aún muy pronto para pre-figurar las formas específicas que asumirá el cambio estructural y que determinarán la nueva trayectoria de la economía y la sociedad colombianas.

En estas circunstancias, el escenario de la década será uno de transición y de acomodación. Es una época de choques, incertidumbres y expectativas, y de

---

\* Asesor de la dirección del DANE.

\*\* Consultor.

1 Este documento hace parte de un trabajo más amplio elaborado por los autores para el Proyecto "Colombia Siglo XXI" coordinado por Gabriel Rosas Vega. El título de dicho trabajo es "Internacionalización, Cusiana y Política Fiscal: Colombia en el Decenio del Noventa". En la presentación que realizamos en el Taller sobre Mercado de Capitales, organizado por la Asociación Bancaria, recibimos los valiosos comentarios de Leonardo Villar y Francisco Azuero.

reacciones contrapuestas por parte de los distintos actores sociales: actores que cuentan con diferentes capacidades y poderes relativos, sea para enfrentar los nuevos riesgos o para mantener o negociar los privilegios otorgados por el esquema anterior. Se asiste, así, a una mezcla entre antiguas y nuevas reglas e instituciones, sin haberse definido claramente la capacidad de liderazgo de las nuevas.

Para hacer más compleja la transición, recientemente se ha adicionado un poderoso factor que puede afectar en forma determinante la viabilidad del nuevo modelo de desarrollo: el impacto de la riqueza petrolera de Cusiana sobre las condiciones macroeconómicas y de crecimiento del país. A nivel estructural, Cusiana modifica las fuentes de creación de ingresos, ahorro, exportaciones y recursos fiscales, así como las formas (nacionales y regionales) de financiamiento de la inversión y el consumo. Por ello, y dependiendo de su manejo, podrá facilitar o impedir el logro de los objetivos de diversificación, competitividad y modernización de la producción industrial y agrícola y de las exportaciones no-petroleras.

Por tanto, las actuales tendencias que muestra el proceso de apertura económica, los efectos de los cambios institucionales producidos por la nueva Carta Constitucional y los impactos que genere la explotación de Cusiana, constituyen los tres elementos básicos que determinan la evolución del sector externo y de la política fiscal a lo largo de la década. Pero, al mismo tiempo, los escenarios externo y fiscal que se desarrollen y las decisiones de política que para su manejo adopten las autoridades económicas, incidirán también sobre la trayectoria de la apertura y el cambio institucional y sobre los resultados que, al final, surjan de este período de transición.

A partir de la anterior perspectiva analítica, este trabajo se ocupa de evaluar las principales tendencias del sector externo y de la política fiscal en el decenio del noventa y propone alternativas básicas de manejo para la política externa y la política fiscal, orientadas a fortalecer las condiciones para el desarrollo del nuevo modelo de internacionalización.

## **1. LAS NUEVAS CONDICIONES DE DESARROLLO**

El comienzo de la década del noventa ha marcado el inicio de profundas transformaciones en la sociedad, el Estado y la economía de Colombia. Se ha adoptado un nuevo modelo de desarrollo, sustentado en una economía más abierta hacia el mundo e internamente más orientada por las fuerzas del mercado. Se han realizado amplias reformas estructurales para apoyar ese modelo, en las áreas tributaria, cambiaria, de comercio exterior, financiera, de inversión extranjera y laboral. Como producto de los cambios introducidos por la nueva Carta Constitucional de 1991 se han modificado instituciones sociales, políticas y económicas básicas y se ha definido una nueva etapa, más ambiciosa, dentro del proceso de descentralización fiscal, política y administrativa del país. Se empieza a avanzar en propuestas y decisiones para la privatización de actividades y servicios que hasta ahora han sido competencia exclusiva del Estado.

La sola mención de las anteriores modificaciones ilustra la enorme complejidad y variabilidad de los nuevos factores y relaciones que subyacen tras el funcionamiento actual de la economía colombiana y sus posibilidades futuras. Al situar dichos cambios en una perspectiva histórica adecuada, puede afirmarse que el país se encuentra en una etapa de transición semejante a las que en el curso de su historia determinaron reorganizaciones profundas de sus estructuras económicas y sociales<sup>2</sup> /.

Como toda etapa de transición, ésta lleva consigo el reacomodo de las fuerzas políticas, económicas y sociales y de sus formas de relacionamiento. Implica, además, la redefinición de los principales instrumentos y objetivos básicos de política económica. En fin, genera, también, enormes incertidumbres respecto al impacto y al resultado efectivo de las políticas aplicadas. La duración del período de transición puede ser mayor o menor -descontando, por supuesto, eventos exógenos o impredecibles- dependiendo de la maduración efectiva de las nuevas instituciones y de las nuevas reglas de juego, de la capacidad de reorganización del sistema económico, de la consistencia y estabilidad de las políticas, del grado de credibilidad de los actores sociales en ellas, así como de la consolidación de los nuevos grupos y fuerzas sociales que apoyan los procesos de cambio.

### 1.1 El nuevo modelo

Después de múltiples diagnósticos y debates, a comienzos de 1990 se dio inicio a la modificación del modelo, en relación con la estructura, los niveles y los instrumentos de protección de la economía, buscando aumentar el grado de competitividad de la producción doméstica, fortalecer el crecimiento exportador y generar estímulos para la reestructuración del aparato productivo<sup>3</sup> /. Se consideró que para el logro de ritmos altos y sostenidos de crecimiento económico era requisito esencial el aumento en la productividad y en la eficiencia en el uso de los recursos, lo cual sería promovido mediante un mayor nivel de competencia externa.

El Programa asignaba a las exportaciones el rol de liderazgo en la dinámica del crecimiento económico, con base en dos acciones estratégicas: (i) la aplicación de una política de apertura gradual; (ii) el mantenimiento de una tasa de cambio competitiva<sup>4</sup> /.

La racionalidad subyacente de la política de apertura gradual descansaba sobre dos factores de suma importancia. Primero, la observación del tiempo

---

2 Nos referimos, por ejemplo, a la transición histórica que culminó en el predominio de la economía primario-exportadora o a la que consolidó el esquema de desarrollo basado en la industrialización por sustitución de importaciones. Cada una de esas etapas implicó una reestructuración no sólo en el aparato productivo, sino en las relaciones sociales y en las estructuras de poder político que determinaron en cada uno de esos momentos los nuevos rumbos de la sociedad colombiana.

3 CONPES, " Programa de Modernización de la Economía". Departamento Nacional de Planeación, Documento DNP-2465-j, Bogotá, febrero de 1990.

4 Flórez E., Luis Bernardo, "Políticas Económicas y Crecimiento: Temas de Reflexión para esta década". Cuadernos de Economía, No. 18-19, Universidad Nacional. Bogotá, 1993, pp.439-461.

requerido de ajuste en la movilidad y reasignación de recursos y, por tanto, la necesidad de minimizar los costos de la transición sobre la producción y el empleo; ello implicaba, además, que la disminución de diversos subsidios también sería progresiva y que el Estado intervendría en apoyo de los esfuerzos de reconversión productiva y readecuación tecnológica. En segundo lugar, la aplicación de un proceso gradual sería pre-condición básica para la generación de nuevas ventajas competitivas que impulsarían la creación y difusión de las economías de escala, la adopción de nuevas tecnologías y, con ello, el logro de una mayor tasa de crecimiento de la producción y la demanda, sustentada en empleos más productivos y salarios reales más altos<sup>5</sup> /.

Para el éxito de este proceso también resultaba necesario asegurar tanto su sostenibilidad como la aceptación por los agentes económicos. Por esta razón, la formulación inicial del Programa le concedió un papel crucial al objetivo de garantizar la solidez de la balanza de pagos y el mantenimiento de un nivel adecuado de reservas internacionales. Para ese propósito se consideró necesario acelerar la tasa de devaluación con el fin de mantener la competitividad de las exportaciones y compensar los efectos de los cambios arancelarios y para-arancelarios sobre la protección a la producción doméstica. Este manejo se complementaría con un flujo suficiente de crédito externo para mantener el nivel deseado de reservas internacionales.

En síntesis, con base en el crecimiento exportador se desencadenaría un efecto multiplicativo de incremento de la demanda real que estimularía la especialización, la generación de economías de escala y el incremento de la productividad; todo ello haría rentable la adopción de nuevas tecnologías y aumentaría las oportunidades de inversión. Con el tiempo, las actividades de mayor dinámica liderarían la movilidad de la mano de obra, compensando el inevitable decaimiento de los sectores rezagados desplazados por la competencia externa. Así, en su conjunto, se sostendría una alta trayectoria de crecimiento, apuntalada por el incremento de la productividad y la creación de nuevas ventajas competitivas.

## 1.2 La aceleración del proceso de apertura

El Gobierno del Presidente Gaviria, iniciado en agosto de 1990, colocó el programa de apertura como eje del nuevo modelo de desarrollo y reforzó considerablemente su orientación mediante la adopción de reformas institucionales en los campos laboral, financiero, de inversión extranjera, de comercio exterior y cambiario<sup>6</sup> /.

---

5 Un factor que no recibió la consideración debida en el Programa de Modernización fue la importancia de concentrar esfuerzos e instrumentos específicos de promoción en sectores -que pueden y deben ser cambiantes con el tiempo- con alta potencialidad de creación de nuevas ventajas competitivas, lo cual sin duda hacía necesaria la adopción de instrumentos y políticas selectivas.

6 Véase: Departamento Nacional de Planeación, *La Revolución Pacífica: Modernización y Apertura de la Economía*, Volumen I. Bogotá, Colombia, Febrero de 1991

Más allá de estas reformas, el nuevo gobierno aceleró de manera radical el programa de apertura, privándolo de los beneficios potenciales antes indicados de la gradualidad, para utilizarlo como instrumento de control a la inflación, pero convencido, también, de que las indefiniciones y los continuos cambios arancelarios estaban generando mayores dificultades y escasos resultados en materia de inversiones, importaciones y competencia. Con esta decisión, se clausuró un prolongado período de la historia nacional durante el cual el manejo de la política económica colombiana se caracterizó por la aplicación de ajustes graduales y flexibles.

De paso, valdría la pena mencionar que la liberalización del régimen cambiario aunada a un manejo de la política monetaria basado en altas tasas de interés, ocasionó fuertes ingresos de capital que crearon nuevas fuentes de desestabilización e incertidumbre en el funcionamiento del mercado. Así, los resultados iniciales previstos con la apertura tropezaron con las medidas aplicadas para controlar la inflación y con las continuas, y en ocasiones erráticas, variaciones en el manejo de la política económica.

Con la creación de la Junta Directiva del Banco de la República como nueva autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, se modificaron drásticamente los instrumentos y objetivos de la política. Se consideró, en efecto, que en un régimen cambiario y financiero más abierto, las autoridades económicas tenían menor capacidad de control directo sobre las variables monetarias. De igual forma, se asignó la primera prioridad a la disminución de la inflación y para ese propósito se acudió a la revaluación de la tasa de cambio real.

En este marco, la principal preocupación de corto plazo ha sido el efecto del exceso de reservas internacionales sobre la tasa de inflación, ocasionado en parte por las medidas de liberación de los mercados financiero y cambiario y, en parte, por la misma aplicación de los instrumentos de política económica. Se ha pasado, así, de una primera fase de control directo e indirecto sobre la oferta monetaria y la elevación de la tasa de interés, preservando el nivel real de la tasa de cambio; a una segunda de aceleración de la apertura y revaluación del peso para disminuir los costos de importación y estimular su demanda; y a una tercera en la que se juzgó adecuado permitir un alto crecimiento de la liquidez, bajar la tasa de interés y estimular la salida de capitales.

Así que en un plazo muy breve se ha dado una enorme variabilidad en las políticas, junto con un rápido cambio en las reglas del juego y en las instituciones encargadas de aplicarlas. Este cambio ha incluido, de un lado, una mayor libertad al movimiento de capitales y a la recomposición de activos financieros entre moneda nacional y monedas extranjeras; y, del otro, un nuevo sistema de dirección de la política macroeconómica (o, por lo menos, de componentes esenciales de la misma) en cabeza de la Junta Directiva del Banco de la República, con inevitables efectos de desajuste en la coordinación y en los criterios de manejo.

Los nuevos criterios y la desregulación de mercados generan un nuevo marco de menor control sobre variables tales como la oferta monetaria, la tasa de interés y la tasa de cambio, frente al sistema de políticas macroeconómicas que imperó durante las últimas décadas, pero aún no es del todo claro cuál será el nuevo sistema de manejo que lo reemplace y cuánto tiempo demandará su maduración.

Ciertamente el uso de la estrategia de apertura y de la tasa de cambio como instrumentos de control anti-inflacionario han tenido el efecto de disminuir los precios relativos de los importables, estimular las importaciones y contribuir (junto con el prepago de deuda externa) al gasto de reservas. Al mismo tiempo, han desestimulado notablemente el crecimiento de las exportaciones.

En síntesis, los objetivos conflictivos y no claramente resueltos en lo corrido de la década tienen que ver con la política anti-inflacionaria, el manejo cambiario y sus implicaciones, también contradictorias, sobre el crecimiento económico a mediano plazo<sup>7</sup> /. El conjunto de decisiones y eventos se ha manifestado en una enorme inestabilidad coyuntural y, sobre todo, no ha permitido que se materialicen claramente los impactos de las decisiones de apertura acelerada, por lo menos en la dirección que se buscaba. En estas condiciones, el nuevo marco económico dentro del cual se moverán las finanzas públicas durante el decenio tiene componentes endógenos con alto grado de incertidumbre e inestabilidad.

### 1.3 Cusiana y sus impactos: Un nuevo marco de referencia<sup>8</sup>

En las circunstancias anteriores, aparece Cusiana, que puede representar el hecho económico más neurálgico para el país para los próximos quince o veinte años. ¿Qué le pasará a la economía y a la sociedad con Cusiana? ¿qué efectos tendrá sobre el nuevo modelo de internacionalización de la economía? ¿cómo afectará el proceso de crecimiento?

El punto obvio y necesario de partida es definir la dimensión actual y esperada de las reservas y el respectivo patrón de producción y exportaciones, puesto que, al final, el tamaño y el horizonte de producción de "Cusiana" serán los elementos claves para determinar la magnitud de los impactos y sus alternativas de manejo.

Con base en el escenario bajo de reservas probadas de 2.000 millones de barriles, la magnitud de las cifras y los impactos sobre la balanza de pagos y sobre las cuentas fiscales son de por sí elocuentes<sup>9</sup> /. A partir de allí, pueden

7 Currie, Jauchlin, "¿Estabilidad de precios o estabilidad cambiaria?", *Estrategia Económica y Financiera*, Bogotá, julio 1992.

8 Sobre estos temas, véase: Flórez E., Luis Bernardo, "Cusiana: La nueva agenda para el país", Notas del Director. *Estrategia Económica y Financiera*, Bogotá, junio de 1993, pp.3-5.

9 Véase los resultados de este escenario base en: Montenegro, Armando, "El impacto de Cusiana." *Estrategia Económica y Financiera*, Junio 1993, pp. 7-12.

explorarse otros escenarios más probables, en una curva más alta, que naturalmente agrandan los impactos o prolongan el horizonte de producción<sup>10</sup> /.

Un escenario de producción de 800 mil barriles/día, muestra lo siguiente: inversiones requeridas de unos US\$5.600 millones en los próximos siete años; para fines del siglo unas exportaciones de petróleo que representarían más del 40 por ciento de las exportaciones totales (frente a un 20 por ciento en la actualidad); una acumulación de reservas internacionales del orden de los US\$20.000 millones desde ahora hasta el 2.000, y por lo menos otro monto similar en la primera década del próximo siglo; y una contribución fiscal por todo concepto que en el año más alto podría llegar al 6 por ciento del PIB.

Las cifras anteriores llaman la atención sobre la magnitud de Cusiana, que implica un cambio estructural en los parámetros que condicionan el proceso de acumulación de la economía: en las fuentes de generación de ingresos, ahorro, exportaciones y recursos fiscales y en las formas de financiamiento de la inversión y el consumo. Ese cambio se inicia con la aplicación de capital, tecnología y recursos humanos para convertir en producción y en flujo de ingresos el "capital natural" encerrado en el recurso primario. Pero, a partir de allí, su efecto potencial sobre el conjunto de la economía y sobre el modelo de internacionalización dependerá del tipo de *relaciones y eslabonamientos* que se generen entre "Cusiana" y el resto de sectores productivos.

Los factores determinantes de esas relaciones dependen de las características de los procesos económicos del sector petrolero-exportador: alta productividad, uso de tecnologías modernas, intensivo en capital e importaciones, baja generación de empleo y débiles impactos directos de mercado sobre el producto y el consumo domésticos. En consecuencia, sus efectos multiplicativos sobre el crecimiento económico son en gran parte indirectos y operan en forma crucial a través de las políticas económicas que se diseñen para asignar los ingresos de divisas y los recursos fiscales que genera<sup>11</sup> /.

En el contexto anterior, pueden abrirse dos vías divergentes de propuestas de políticas. De un lado, un manejo macroeconómico orientado por el criterio de lograr el balance entre las cuentas internas y externas, con énfasis prioritario en la corrección de los desequilibrios financieros "a lo FMI"<sup>12</sup> / . Esta perspectiva

---

10 Como se señala en el artículo citado en la nota anterior, con base en mayores exploraciones es posible prever la duplicación de esas reservas, aunque la "producción estará restringida en el mediano plazo más por la capacidad de transporte del crudo que por nuevas reservas que se puedan detectar". Esto, de hecho, señala la necesidad de que, en el contexto de las prioridades nacionales de desarrollo, el país formule una política petrolera de largo plazo, que evalúe la rentabilidad económica y social de optar por la alternativa de invertir más para aumentar más rápido dicha capacidad de transporte o por la de extender el período de explotación del recurso.

11 Flórez E., Luis Bernardo, **Desarrollo y Política Económica en Economías Minero-Exportadoras**. Empresa Editorial Universidad Nacional de Colombia, Bogotá, 1986.

12 Este parece ser el criterio predominante de los estudios y propuestas presentados en el Seminario "Cusiana y la economía colombiana en los años noventa", organizado por el Banco Mundial y el Departamento Nacional de Planeación, Bogotá, julio de 1993.

cortoplacista bien podría entrar en contradicción con los propósitos del modelo de desarrollo y llevaría a desaprovechar los efectos de "Cusiana" sobre el cambio estructural.

Una visión alternativa destacaría, por el contrario, la intensidad y modalidad de utilización de los excedentes de divisas y fiscales provistos por Cusiana *en función de lograr el cambio estructural y de acelerar sustancialmente la tasa de crecimiento de la economía en un ambiente de estabilidad*. En este marco de referencia se aplicaría una política cambiaria favorable al desarrollo y diversificación de las exportaciones, una política tributaria orientada a fortalecer el ahorro interno y una política de inversión pública dirigida a incrementar la productividad y a apoyar la mayor dinámica y competitividad de la producción y las exportaciones del país<sup>13</sup> /.

Las implicaciones fiscales de la distribución regional de los recursos de Cusiana constituyen otro tema básico, puesto que una porción significativa de las rentas fiscales que producirá la bonanza petrolera es "propiedad" de las regiones. En efecto, una parte de las regalías son recursos específicos de libre asignación por departamentos y municipios productores; y el monto y distribución de la otra parte dependerá de las decisiones legales que finalmente se adopten con la creación del Fondo Nacional de Regalías. Dado lo anterior, se vuelve fundamental la capacidad de articular las prioridades nacionales de inversión con las "aspiraciones" regionales. Y este es un proceso difícil en el marco de las nuevas tendencias de autonomía política regional consagradas en la Constitución<sup>14</sup> /.

Desde otro ángulo, ese fenómeno también relleva dos fenómenos por resolver: primero, la capacidad institucional, administrativa y técnica de las regiones para utilizar con eficiencia recursos masivos y crecientes, tanto por concepto de regalías como de las transferencias determinadas por la Constitución y la ley; segundo, la puesta en marcha de mecanismos eficaces y transparentes de gestión y control para evitar la repetición del "fantasma araucano", que puede ser por lo menos tan preocupante como la enfermedad holandesa de la cual tanto se habla.

#### 1.4 El cambio institucional

El período de transición es aún más inestable en lo que tiene que ver con el marco institucional. En efecto, este entorno se ha visto sometido a profundas alteraciones tanto en las reglas del juego, como en los objetivos, la naturaleza y el carácter de la intervención del Estado. Ese conjunto de reformas aún se

---

13 Naturalmente, el alcance de utilización de la política fiscal como factor de productividad y crecimiento, sin que se genere una crisis de desestabilización, dependerá de los resultados pre-Cusiana, en cuanto al tamaño y la intensidad de los desarreglos y desjustes fiscales que legue este gobierno para los años 1995-1996. Estos temas se examinan con detalle en el Capítulo 3.

14 En materia de los criterios para la asignación de los recursos de regalías, los augurios no parecen muy favorables, tal como se observa en los últimos acuerdos políticos alcanzados en torno al proyecto de ley sobre creación del Fondo Nacional de Regalías. Véase un comentario al respecto en Fernández D., Eduardo, "Cusiana para muchos pero no para todos". *Estrategia Económica y Financiera*, Bogotá, octubre 1993, pp. 9 y 10.

encuentra en curso, por lo cual no es plenamente discernible su impacto en materia de lograr una cobertura más universal y una prestación más eficiente de los servicios públicos y sociales.

Los cambios institucionales y políticos que van a condicionar el desempeño de la política fiscal, en particular en relación con las nuevas instituciones y competencias para la provisión eficiente de bienes y servicios públicos por niveles de gobierno, pueden visualizarse en dos grandes áreas:

- a. La reestructuración de las relaciones inter-gubernamentales, a partir de las nuevas formas de autonomía política regional, los mecanismos e instrumentos de descentralización y la transferencia de cuantiosos recursos fiscales y de funciones y responsabilidades a departamentos y municipios.
- b. Los ajustes y reformas en la estructura organizativa del Estado y en sus áreas, procedimientos y formas de intervención en la economía, como efecto de las reformas económicas en apoyo a la apertura y de los cambios derivados de la nueva Constitución Nacional.

### **Descentralización y autonomía regional**

Las regiones y los municipios manejarán en el curso de esta década un volumen creciente y significativo de recursos públicos y van a estar obligados a proveer los servicios públicos y sociales básicos para la población. Más aún, las fuerzas que han determinado el patrón nacional de urbanización están conduciendo a que la realidad económica y financiera del país dependa cada vez más de lo que suceda en un número reducido de ciudades.

En esas condiciones, resulta evidente que el propio manejo fiscal-macroeconómico no podrá hacer abstracción de las condiciones y la situación económica de estas ciudades ni de su impacto nacional en términos fiscales y de endeudamiento externo e interno. En esta misma perspectiva, además, las "finanzas regionales" no podrán tomarse simplemente como un renglón más en la determinación de la situación deficitaria o superavitaria del sector público.

En la década pasada, en la primera fase de descentralización, el gobierno central buscó liberarse de la atención directa a los problemas locales a cambio de cederles a los municipios unos recursos tributarios, para que ellos se dedicaran a satisfacer un amplio conjunto de necesidades básicas que, según se argumentaba, podían prestarse en forma más eficiente a escala local. El desarrollo de estas propuestas no ha sido nada sencillo, a pesar del volumen creciente de recursos que se empezaron a transferir a las localidades. Ante todo porque el país venía de una larga historia de concentración de ingresos fiscales e inversiones públicas en cabeza de la Nación, asociada con el debilitamiento de los recursos, el papel y las funciones de los departamentos y los municipios.

En esas circunstancias, la tradición de que los problemas locales se resolvían por el gobierno nacional hacía difícil convencer a los poderes políticos locales de asumir nuevas responsabilidades a pesar de las nuevas transferencias de recursos. El propio debilitamiento regional adquirió, en muchos casos, contornos dramáticos en términos de la extrema precariedad de las bases institucionales y administrativas requeridas para asegurar la prestación de servicios. A esta escasa capacidad técnica se sumaron los arreglos políticos mediante los cuales las administraciones regionales podían escriturarse a nombre de grupos específicos y considerarse como fortines políticos y financieros.

En su etapa más reciente, la descentralización se ha incorporado en un proyecto político más general de autonomía política y administrativa y democracia participativa. La elección popular de alcaldes, la participación más directa de la comunidad, la conformación de regiones de planificación con mayor injerencia regional fueron, entre otros, los hitos en este proceso. Con la nueva Constitución se ha decidido avanzar aún más rápido en materia de autonomía regional y recientes transferencias de recursos fiscales.

Este proceso ha sido tan acelerado y cambiante, que ha quedado poco campo para evaluarlo y establecer los correctivos requeridos. En las entidades nacionales que tienen que ver de alguna forma con su coordinación y supervisión, se ha invertido gran parte del tiempo en poder darle forma y organización. En cierta forma, es una carrera en la cual las reglas de juego se modifican más velozmente que los mecanismos para ponerlas a funcionar.

Y subsisten aún los interrogantes de hace una década. Ante todo, cómo compaginar la tendencia descentralista con el objetivo para el cual fue diseñada: lograr la mayor y mejor prestación de los servicios públicos y la satisfacción de las necesidades básicas de la población y, en particular, de sus grupos más pobres. Lo cierto es que, a pesar de las reformas emprendidas, de la liquidación y reestructuración de las empresas y de la cañalización de considerables recursos, poco se ha avanzado en ese objetivo.

Tampoco ha habido políticas claras orientadas a hacer más eficiente y menos costosa la prestación de los servicios y para ello no basta, naturalmente, disponer de más ingresos. En cierto sentido, se ha partido de la premisa de que la descentralización ofrece, en todos los casos, solución real a los viejos problemas de organización y gestión de los servicios y mejora la eficiencia y que, con los mayores recursos asignados, se podrán elevar las coberturas y mejorar la calidad de los mismos. Lo cierto es que, en estos aspectos no se cuenta con ninguna evidencia empírica que vincule de manera inmediata descentralización con eficiencia, lo cual puede afectar las posibilidades de lograr los aumentos de cobertura y calidad.

Inclusive, la observación de la coyuntura financiera de varias ciudades (entre ellas, Bogotá) arroja tendencias críticas. En muchas ciudades, la gestión pública sigue marcada por el uso excesivo del endeudamiento, el desborde de la burocracia, la ineficacia en el recaudo de tributos y la utilización del fácil y cómodo

expediente de la pignoración de rentas a cambio de costosos créditos bancarios.

Sería paradójico, por decir lo menos, que un proceso de descentralización en favor de los municipios se manifestara en una crisis fiscal generalizada en ese nivel que llevara a restringir la prestación de los servicios y la atención de programas sociales, o que obligara a alterar el rumbo de la política económica, haciendo más penoso y traumático el retorno a la estabilidad.

### **Modernización y gestión estatal**

Para apoyar la apertura de la economía, en la legislatura de 1990 se adoptaron las primeras reformas mediante un paquete de unas doce leyes dirigidas a establecer nuevas reglas de juego, o como el Presidente Gaviria las denominó, "la nueva caja de herramientas para apertura y la modernización"<sup>15</sup> /.

El sello distintivo de estas nuevas reglas de juego fue la *desregulación y liberación* de los diversos mercados, inspirado en el criterio de que el exceso de controles e intervenciones por parte del Estado había ocasionado un funcionamiento ineficiente y poco competitivo de nuestro sistema económico. Bajo esta óptica, se modificaron en forma sustancial los instrumentos de regulación de los mercados financiero, laboral y cambiario y se definieron nuevos regímenes en diversas materias: tributaria, de inversión extranjera, de endeudamiento y de comercio exterior.

Las leyes aprobadas señalaron también el camino para sustituir instrumentos tradicionales de intervención del Estado: así, las reformas relacionadas con el manejo portuario y con el sistema de vivienda privilegiaron mecanismos tales como las concesiones al sector privado para el manejo de servicios públicos y la adopción de esquemas de subsidios directos a la demanda, en reemplazo de las actividades directas de construcción, operación y administración por parte del Estado y de los trabajadores estatales. Más adelante, el gobierno intentaría seguir avanzando en ese esquema con propuestas confusas de privatización de servicios en el área de las telecomunicaciones. El contenido de estas reformas ha mostrado un definido perfil ideológico que se aparta de la orientación tradicional y pragmática que había exhibido la intervención del Estado en Colombia.

Cuando el país estaba empezando a acomodarse a las reglas anteriores, la Constitución de 1991 plasmó un nuevo pacto social y político, con la propuesta de nuevos derechos, nuevas instituciones y nuevas maneras de participación ciudadana. En la norma constitucional se consagraron modernos derechos individuales, sociales y colectivos; se transformaron la organización y las formas de administración de justicia; se redefinió el modelo de relaciones inter-gubernamentales, con una mayor autonomía a nivel regional y local apoyada en crecientes transferencias de recursos fiscales; y se modificaron aspectos básicos de la organización del sistema económico en materia de planeación, presupuesto,

---

15 Véase DNP, "La Revolución Pacífica: Modernización y Apertura de la Economía", op.cit.

prestación de servicios públicos y manejo de las políticas macroeconómicas.

En la base de estos procesos se encuentra la redefinición de las relaciones entre el Estado y la sociedad en dos sentidos: de un lado, la apertura de un mayor espacio al mercado y a la iniciativa privada en áreas antes reservadas al Estado; de la otra, unos principios sociales para la acción del Estado, orientados a lograr la distribución equitativa de las oportunidades y los beneficios del desarrollo y a garantizar el acceso efectivo de la población, y en particular la de menores ingresos, a los bienes y servicios básicos.

Pero, con una Carta política tan nueva, apenas ha empezado el proceso de materialización de las primeras decisiones, mediante las leyes aprobadas en 1992 y los proyectos de ley que actualmente cursan en el Congreso. Cabe mencionar, entre unas y otros, la distribución territorial de competencias y recursos, las regulaciones en materia de prestación de servicios públicos, la distribución y manejo de las regalías, el estatuto de planeación y la propuesta de reforma a la seguridad social<sup>16</sup> /.

Así que, en buena parte, los propósitos de cambio social e institucional derivados de la Constitución del 91 todavía se encuentran en suspenso<sup>17</sup>/. Por ello, aún no es posible establecer con claridad cuáles serán sus resultados ciertos en torno al papel y la función del Estado, ni cuáles sus efectos sobre la cobertura, eficacia y equidad en las actividades de prestación de servicios sociales y públicos.

En este cambiante marco, aún lejos de su consolidación, deberán moverse la gestión pública y el manejo de la política económica en los próximos años.

## **2. APERTURA, CUSIANA Y SITUACION CAMBIARIA: LAS TENDENCIAS AL DETERIORO**

Como se ha indicado, el proceso de apertura en el cual se han comprometido los dos últimos gobiernos constituye elemento esencial del nuevo modelo de desarrollo para buscar un crecimiento económico más acelerado y sostenido de la economía colombiana. Este proceso comprende el ajuste y modernización de la estructura productiva, mediante la mayor competitividad internacional y la consolidación de un sector exportador dinámico y jalonador de la actividad económica.

---

16 Un examen crítico de las deficiencias de los criterios de desregulación y privatización, en lo que tiene que ver con la provisión de servicios públicos, puede encontrarse en: Fernández D., Eduardo, "A propósito de la ley de servicios públicos domiciliarios: el parto de los montes". *Estrategia Económica y Financiera*, Bogotá, septiembre 1993, pp. 6-10.

17 Aún con la evidente complejidad de las circunstancias anteriores, el marco de cambio institucional se ha vuelto más complejo e inestable a partir de la expedición de los decretos cobijados por el Artículo 20 transitorio de la Constitución. Al amparo de este artículo el gobierno suprimió, fusionó o reestructuró diversas entidades y organismos públicos. Una evaluación inicial de los alcances de las orientaciones de estas reformas puede consultarse en: "La Modernización del Estado: Pros y Contras", Informe Especial, *Estrategia Económica y Financiera*, Bogotá, Febrero 1993.

Con todo, el éxito de la propuesta depende, en buena parte, de los resultados que arroje el período de transición en referencia a la materialización de políticas y estrategias que atiendan al desempeño del sector externo, dentro de un marco de estabilidad macroeconómica. En este contexto, este capítulo examina el estado actual y el avance de dicha propuesta. Sobre esta base, se proyectan las tendencias globales que puede mostrar el sector externo para el resto de la década, se resaltan las lecciones de manejo que surgen del análisis de otras experiencias y se evalúan las posibilidades y limitaciones que los recursos generados por la explotación de Cusiana le añaden a este proceso.

## 2.1. La coyuntura reciente

### Acumulación de reservas con deterioro en la cuenta corriente

El signo esencial en la primera fase del proceso de apertura ha sido la enorme inestabilidad en las previsiones sobre el rumbo del sector externo, reflejada inclusive en la fuerte y continua variabilidad en las proyecciones efectuadas por diversas entidades.

Aún así, el hecho fundamental en la balanza de pagos en el período 1990-1993 es el intenso deterioro que muestra la balanza comercial, equivalente a casi 7 puntos del PIB. Esta aguda caída ha producido una creciente tendencia deficitaria en la cuenta corriente, parcialmente atenuada por la mejora en la cuenta de servicios y por los resultados positivos en las transferencias. En efecto, en este período el déficit de la balanza comercial muestra una pérdida relativa de cerca de US\$ 2.700 millones. Este comportamiento se explica por el lento e irregular aumento de las exportaciones desde 1991 y por el elevado crecimiento de las importaciones, particularmente durante los dos últimos años.

En cuanto a las exportaciones, su participación en el PIB muestra una tendencia decreciente en lo corrido de la década. Las proyecciones optimistas señalan, para 1993, un valor total de exportaciones prácticamente igual al de 1991<sup>18</sup>. El crecimiento de las exportaciones no tradicionales, liderado por los registros de ventas externas de esmeraldas, apenas compensa la caída en las exportaciones de café y otros rubros tradicionales en razón al deterioro de los precios de los productos primarios en particular el café.

Las importaciones efectivas, durante 1990, parecieron ajustarse a las proyecciones, ante la progresiva eliminación de las restricciones cuantitativas al comercio internacional, aunque los pagos realizados se retrasaron en forma considerable. El año de 1991 mostró un resultado contrario: las importaciones realizadas

---

18 En el caso de las exportaciones no tradicionales debe observarse que el repunte de 1991 comprende tanto un efecto real de mayor producción exportada, como un efecto de ingreso de capitales - bajo la forma de sobrefacturación - en respuesta a las políticas económicas aplicadas. Descontado este efecto, las exportaciones verdaderas seguirían mostrando un apreciable crecimiento. Véase, Alfonso, Gloria A., "La oferta de exportaciones menores en Colombia 1970-1992". *Coyuntura Económica*, Fedesarrollo, Bogotá, julio de 1993.

cayeron, no obstante la reducción general y sustancial de aranceles, pero se elevaron los pagos efectuados. Las cifras a partir de mediados de 1992, a su vez, superan ampliamente el incremento esperado después de tres años de apertura y arrojan incrementos del orden del 35 por ciento anual. Sin duda, las nuevas condiciones del proceso de apertura y el sesgo anti-inflacionario de la política económica han acentuado la dinámica de las importaciones, pero también han modificado su composición.

En 1990, la participación de los bienes de consumo en el total de las importaciones era del 10 por ciento, la de los bienes intermedios de 53 por ciento y la de bienes de capital de 37 por ciento. El Fondo Monetario Internacional consideraba en esa época que, para 1993, una vez renovado y ampliado el stock de durables y el de bienes de capital, se daría un ligero incremento en la participación de los bienes de consumo (al 11 por ciento), acompañado de un incremento sustancial en la participación de los bienes intermedios (59 por ciento) y una reducción en la de bienes de capital (al 30 por ciento).

La realidad ha sido bien distinta a las previsiones iniciales. La alta participación de 17,6 por ciento de los bienes de consumo en las importaciones y, en particular, la de los bienes duraderos (12 por ciento), supera ampliamente las expectativas más generosas propuestas para este rubro (ver Cuadro 2-1). A su vez, las importaciones masivas de equipo de transporte y de equipo para el Metro de Medellín, explican la mayor participación de los bienes de capital.

Cuadro 2-1 ESTRUCTURA PORCENTUAL DE LAS IMPORTACIONES				
TIPO DE BIENES	1.990 (1)	1.993		
		D.N.P. (2)	F.M.I. (3)	PROY. (4)
Bienes de Consumo	10	13,5	11	17,6
Bienes Intermedios	53	50,0	59	43,0
Bienes de Capital	37	36,5	30	39,4

Fuente: (1) Banco de la República; (2) Programa Macroeconómico 1993; (3) Fondo Monetario Internacional; (4) Cálculo de los autores.

En estas circunstancias, el sector que, de acuerdo con las proyecciones del F.M.I., debía aumentar su participación en el PIB en alrededor de 2 puntos porcentuales, en la realidad lo disminuye en 3,5 puntos desde 1990.

A pesar del agudo deterioro de la balanza comercial, la economía ha registrado una continua acumulación de divisas. El saldo de reservas internacionales finalizó en 1991 en cerca de US\$ 6.600 millones, superior en US\$ 1.900 millones al de 1990. En 1992, las reservas internacionales crecieron US\$ 1.350 millones adicionales. Para 1993, el gobierno había previsto la desaceleración de esta tendencia y proyectaba, inicialmente, un incremento del orden de 840 millones de dólares<sup>19</sup> /. Se llegaría, para finales de este año, a un saldo de reservas entre US\$ 8.000 y US\$ 8.600 millones -según la fuente de proyección que se acoja- equivalentes a un porcentaje alrededor del 14.5 por ciento del PIB.

Esta acumulación de reservas ha tenido su origen en los flujos de capital, distribuidos en diversos rubros de la balanza de pagos: la cuenta de servicios, las transferencias y los propios resultados superavitarios de la cuenta de capitales. Inclusive, para 1994, el Departamento Nacional de Planeación estima una acumulación de reservas de US\$ 476 millones como consecuencia de un déficit en la cuenta corriente de US\$ 3.079 millones (5,1 por ciento del PIB) y un superávit en la cuenta de capital de US\$ 3.555 millones. Este último gracias a las inversiones petroleras en Cusiana y a un incremento significativo de los desembolsos de crédito para el sector oficial. Así, se acentúa la tendencia deficitaria mencionada en la cuenta corriente y su financiación por la cuenta de capital.

Esta evolución de la balanza comercial refleja el cambio en las fuentes de crecimiento económico, donde se registra un crecimiento acelerado en los bienes no transables (construcción, comercio, sector financiero y servicios del gobierno) en detrimento de la industria, la agricultura y la producción exportable.

Esta recomposición paradójicamente ha estado acompañada de una tendencia creciente del PIB (2,1 por ciento en 1991, 3,5 por ciento en 1992 y 4,5 por ciento en 1993) y, en el caso de la industria, de acuerdo con cálculos recientes elaborados por el DANE, la tasa de crecimiento de los bienes de consumo ha sido del 2 por ciento, mientras que los bienes intermedios registran una disminución del 3,3 por ciento. Contrasta con lo anterior el dinamismo de los bienes de capital con un incremento del 36,9 por ciento, localizado en la industria de equipo de transporte, y el sector de la construcción con un aumento del 8,3 por ciento. Los subsectores que presentan mayores

---

19 CONPES, "Programa Macroeconómico 1993". Documento DNP-2635-UMACRO, Bogotá, febrero 4 de 1993. Estos estimativos han sido revisados varias veces, de tal forma que las proyecciones más recientes ahora muestran una caída de alrededor de US\$ 100 millones. Véase: CONPES, "Programa Macroeconómico y Plan Financiero 1993-1994". Documento DNP-2679-UMACRO-UIP, Bogotá, Noviembre 11 de 1993.

dificultades son: bebidas, tabaco, textiles, confecciones, cuero, calzado, papel y sus productos, hierro y acero. El crecimiento industrial, si se excluyen la trilla de café y las actividades de materiales de construcción y equipo de transporte, se reduce al 2,3 por ciento.

### **Avance en la internacionalización de la economía**

Los resultados que arroja el sector externo son, sin duda, contrarios a los esperados por el gobierno, respecto a su contribución para avanzar en el modelo de internacionalización, mejorar el empleo y el ingreso y elevar el nivel de bienestar de los colombianos.

El Plan del gobierno Barco proponía un sector externo dinámico, en el cual, una vez superadas las dificultades iniciales, las exportaciones pasarían a representar el 16,7 por ciento anual del PIB, debido al rápido crecimiento de las exportaciones no tradicionales. De esta forma, se superaba el posible riesgo cambiario que pudiera introducir un crecimiento más acelerado de las importaciones, 8,8 por ciento anual, que las llevaba a aumentar su participación en el PIB en un punto por encima del período anterior, 12,5 por ciento<sup>20</sup> /.

El Plan esperaba un flujo de comercio internacional más elevado, un mayor grado de competencia en el mercado doméstico y un rápido crecimiento de las exportaciones no tradicionales. En consecuencia, la balanza comercial mostraba un superávit sustancial, de cerca 4 puntos del PIB, a partir de 1992. En cuanto a la cuenta corriente, se lograba la continua disminución del déficit, hasta desaparecer a partir de 1994.

De acuerdo con la programación financiera correspondiente, este escenario era financiable con los niveles de ahorro interno y externo propuestos, sin afectar al sector privado, y era compatible con el saneamiento de las finanzas públicas en proceso. Como resultado, se planteaba la reducción del déficit del sector público consolidado del 2,2 por ciento como proporción del PIB, en 1990, al 0,27 por ciento en 1994.

El Plan del gobierno Gaviria, como ya se ha indicado, y después de un intenso debate al interior de su equipo económico, se basó en la aceleración de la apertura, aduciendo el argumento de que "los lastres del enclaustramiento ya se hacen insoportables para la sociedad como un todo, especialmente cuando el mundo se mueve en forma decidida hacia la modernidad"<sup>21</sup> /.

Se consideró, en efecto, que al eliminar el sesgo anti-exportador y orientar la producción hacia el mercado externo, las exportaciones debían aumentar

20 CONPES, "Programa de Modernización de la Economía Colombiana", op. cit., pág. 77.

21 CONPES, "Decisiones sobre el Programa de Apertura Económica", Documento DNP-2.494-S.J. Bogotá, octubre de 1990, pág.7

su participación al 16 por ciento del PIB, mientras las importaciones lo harían al 12,8 por ciento.

Para alcanzar las nuevas metas, la política propuesta incluía el manejo económico "prudente" y "responsable" que ha distinguido al país. De acuerdo con las estimaciones realizadas, no se preveía para el mediano plazo ningún evento que apartara el nuevo manejo de sus líneas tradicionales básicas:

- En materia fiscal se esperaba la continuidad en el proceso de fortalecimiento de las finanzas públicas. El aumento del ahorro público reduciría el déficit a un poco menos del 1 por ciento del PIB, a partir de 1994, sin sacrificar la provisión de la infraestructura pública requerida para apoyar el proceso de apertura.
- En materia monetaria y financiera se acomodaba un ritmo de inflación decreciente, y un aumento en la velocidad de circulación del dinero. La programación permitía que el crédito al sector privado se expandiera a una tasa semejante a la del PIB nominal.
- En materia cambiaria se proponía una política de financiamiento externo que reflejaría la capacidad de pago del país, así como mantener una tasa real de cambio competitiva.

Para el gobierno actual, la tasa de cambio jugaría un papel clave en el fortalecimiento del sector exportador y como mecanismo para garantizar un nivel adecuado de protección a la industria nacional<sup>22</sup>. Este criterio era crucial para el éxito del proceso de apertura, en particular para la consolidación del desarrollo exportador, como lo había demostrado el crecimiento anual promedio del 17,5 por ciento de las exportaciones no tradicionales en el período 1985-1989; asimismo, con la continuidad en el manejo de la tasa de cambio se preveía un crecimiento económico superior al 6 por ciento anual, para la segunda parte de la década<sup>23</sup>.

El creciente distanciamiento que, a estas alturas, se observa entre el proceso de apertura propuesto y los resultados obtenidos es evidente y, más aún, dramático. Si bien se pueden mencionar algunos elementos que contribuyen a explicar este hecho, tales como la iniciación del proceso en un contexto de abundancia de divisas y la creciente presión inflacionaria, la divergencia puede localizarse, en gran parte, en el énfasis que se ha concedido en la definición de la política a las metas de estabilización, al empleo del sector externo como herramienta anti-inflacionaria y al nuevo marco institucional que privilegia este manejo.

---

22 CONPES, "Decisiones sobre el programa de apertura económica". *op. cit.*, pp 8-11 y 12

23 CONPES, "Programa de Modernización de la Economía Colombiana", febrero 1990, *op. cit.* pp.23 y 17.

## La calidad de la política macroeconómica

La revisión rápida de los hechos económicos para el período 1990-1993 trae resultados sorprendentes.

La mayor preocupación coyuntural del nuevo gobierno fue la creciente presión inflacionaria que amenazaba con desbordar la franja tradicional del 20 por ciento -30 por ciento de crecimiento anual de precios. En un primer momento, el control directo e indirecto de la oferta monetaria que se hizo por la vía de las OMAS provocó el alza en la tasa nominal de interés, la cual superó ampliamente las expectativas de inflación elevando la tasa de interés real. De otra parte, el acentuado ritmo de devaluación, superior a la tasa de inflación, permitió mantener la política de tasa de cambio real.

Posteriormente, con la decisión de acelerar la apertura, que incluyó la liberación financiera y la amnistía tributaria a capitales en el exterior, se presentó un incremento notable en los flujos de capital registrados en la cuenta de servicios, las transferencias y la cuenta de capital, tal como se mencionó arriba. Se consideró entonces que, ante la rápida acumulación de divisas y los costos fiscales asociados con su defensa, debía acentuarse el carácter estabilizador de la política económica y darle un manejo anti-inflacionario al sector externo.

Con ello las autoridades monetarias optaron por la revaluación del tipo de cambio, con el efecto de reducir la tasa de crecimiento de los precios de los bienes importados, incluyendo bienes salarios, así como la tasa de inflación de los bienes importados sustitutos de los domésticos. A la par, decidieron permitir un alto crecimiento de la liquidez de la economía y disminuir sustancialmente las tasas de interés pagadas por las OMAS, con el fin de impulsar una tendencia a la baja general de la tasa real de interés. Consecuentemente, se han atenuado las presiones de ingreso de capital y se ha consolidado la reactivación de la economía con sus efectos favorables sobre la demanda agregada.

Los efectos sobre la tasa de crecimiento de los precios internos son apreciables. A partir de 1991, se observa la desaceleración continua del índice de precios al consumidor que llegará a 22.5 por ciento a finales de 1993, bastante por debajo del 32 por ciento observado al terminar 1990.

Por su parte, el crecimiento registrado en el consumo durante los últimos años ha recogido el incremento en el ingreso vía el producto, los efectos de los menores precios sobre el ingreso permanente y el aumento en las transferencias del sector público al privado que crecen en un 20 por ciento en términos reales durante 1993 de acuerdo con el Departamento Nacional de Planeación<sup>24</sup> /. Esta expansión del gasto privado, mediada por una tasa de cambio revaluada, explica en gran parte la situación mencionada de déficit en la balanza comercial, así como las nuevas fuentes de crecimiento, también anotadas arriba.

---

24 CONPES, Programa Macroeconómico y Plan Financiero 1993-1994". Op.cit., p.8.

En síntesis, la desactivación de las presiones inflacionarias, resultante de un inestable balance entre mayor revaluación y menores tasas de interés, ha generado un enorme desequilibrio en la balanza comercial. Se ha deteriorado la producción de bienes exportables, se han incentivado las importaciones y se han trasladado transitoriamente las fuentes de crecimiento a la producción de bienes no transables. En este volátil escenario, el inusitado crecimiento del gasto público ha reforzado las anteriores tendencias.

### Lecciones de la experiencia internacional

En países como Chile, México, Brasil, Argentina y Gran Bretaña se han realizado esfuerzos estabilizadores semejantes al colombiano. El análisis de los elementos conceptuales, mecanismos y resultados son de valor incuestionable, tanto para entender la situación actual por la que atraviesa la economía colombiana, como para la formulación de políticas en el mediano y largo plazos.

Dornbusch<sup>25</sup> / señala los costos de aplicar programas de estabilización de corte monetarista con énfasis en la determinación del nivel de inflación local a través de la tasa de depreciación cambiaria. La reducción inicial en la tasa de depreciación ejerce un efecto desacelerador sobre la inflación; con el tiempo, la caída en el ritmo de depreciación da lugar a la sobrevaluación del tipo de cambio real y acentúa el proceso deflacionario. Finalmente, la sobrevaluación resultante obra sobre la competitividad provocando la reducción en la producción y el empleo.

Este tipo de ajuste funciona en la medida en que el efecto revalorador actúe primero sobre la formación de precios. Con el tiempo, los efectos adversos sobre la competitividad refuerzan los efectos deflacionarios, dando lugar a un mayor desempleo. Incluso, puede darse, como sucedió en Argentina, un período de euforia, donde la clase media mejoró su nivel de vida gracias a una inflación decreciente, salarios reales mayores y pérdidas marginales en el empleo. Con un flujo de capitales más libre, el retraso en el ajuste de la inflación con respecto a la tasa de depreciación induce la caída temporal en la tasa de interés real incrementando el consumo y la inversión. El creciente deterioro en la cuenta corriente preanuncia la inminencia de una devaluación masiva dando lugar a una fuga de capitales que neutraliza el efecto inicial sobre la tasa de interés<sup>26</sup> /.

Algunos países han pretendido defender un tipo de cambio sobrevaluado, pero finalmente el deterioro en la cuenta corriente, la reducción en la actividad económica y las crecientes expectativas de devaluación hacen insostenible este tipo de ajuste. Pero antes, se presenta una fuga masiva de capitales, financiada usualmente con endeudamiento público externo. Al final, los superávits en cuenta

25 Dornbusch, Rudiger, "Políticas de Estabilización en los Países en Desarrollo: Qué es lo que hemos aprendido?" *Desarrollo Económico*. Vol 22, No. 86, Sept. 1982. pp. 187-201.

26 Kiegiel y Liviatan, han señalado la existencia de estos mecanismos en otras economías y sus efectos sobre el consumo y la inversión. Kiegiel, M. y N. Liviatan, "Inflationary Rigidities and Orthodox Stabilization Policies: Lesson From Latin America". *The World Bank Economic Review*, 1988, pp.273-298.

corriente se generan con cargo a la reducción de los salarios reales, reducción ésta inducida por las devaluaciones masivas consecutivas.

Este es un escenario ampliamente documentado en países como México, Indonesia, Turquía, Corea, República Dominicana y los mismos Estados Unidos, donde por una u otra razón la tasa real de cambio se dejó sobrevalorar, con los efectos anotados sobre la producción de transables y la actividad económica en general<sup>27</sup>. En todos los casos se hizo necesaria una depreciación real, para lograr retornar la economía a su trayectoria de crecimiento, con la consecuente reducción en el salario real y el nivel de vida.

Este resumen de experiencias deja dos enseñanzas fundamentales para la formulación de una política de crecimiento económico estable y sostenido. En primer lugar, los resultados no dejan ninguna duda sobre el costo sustantivo que genera la revaluación continua del tipo de cambio real y la inequidad que envuelve el proceso, puesto que el ajuste se realiza a costa de la caída del salario real y de la pérdida en el nivel de vida de los asalariados.

En segundo lugar, muestra claramente los costos de los programas ortodoxos de estabilización; pero, asimismo, señala la necesidad de aplicar alternativas intermedias. Estas, necesariamente tendrán como fundamento una política fiscal comprometida con la reducción de las presiones inflacionarias y complementada con una política clara y precisa de manejo de las variables nominales, junto con la flexibilización de los mecanismos institucionales que ocasionan la permanencia de los efectos inerciales en la formación de los precios<sup>28</sup>.

La formulación de una política macroeconómica de mediano plazo en un contexto de apertura, requiere del logro de un balance adecuado entre aspectos como los anteriores, así como del examen de las posibilidades y límites del sector externo, en particular en cuanto a los efectos de la explotación petrolera de Cusiana y sus mecanismos alternativos de absorción.

## 2.2. La balanza de pagos en el mediano plazo

A mediados de 1993 gran parte de las presiones de exceso de reservas se habían atenuado, mediante la aplicación de una política de inestable equilibrio entre revaluación y menores tasas internas de interés y a costa de un creciente deterioro en la balanza comercial y de perspectivas desfavorables en la producción de bienes transables. Aún así, podía considerarse que una vez controlados los factores generadores de inestabilidad, podría de nuevo reorientarse la política para atender las bases de largo plazo del proceso de internacionalización.

---

27 Rudinger, Dornbush, "Overvaluation and Trade Balance in the Open Economy". **Tools for policymakers in developing countries**. Edited by Dornbush, R. y F.L.C.H. Helmers. EDI. Series in Economic Development. pp. 96-101.

28 Kieguel y Liviatan en líneas generales coinciden con estas apreciaciones; sin embargo, para el éxito de los programas de estabilización, enfatizan la credibilidad, la persistencia y la disciplina como elementos necesarios y el buen diseño. Véase, el artículo antes citado.

### Las nuevas preocupaciones en relación con el exceso de divisas

Sin embargo, la declaración de comercialidad de Cusiana generó enormes expectativas frente al papel del sector externo en el futuro y en cuanto a la evolución de los principales componentes de la balanza de pagos. Así, en julio, con la celebración del seminario "Cusiana y la Economía Colombiana en los años noventa", se alcanza el punto más crítico respecto a las proyecciones sobre la magnitud y las dificultades asociadas con un proceso de acumulación de reservas que, con los casi US\$ 17 mil millones provistos por el "escenario bajo" de Cusiana, harían explosiva la acumulación de reservas hacia fines de la década (Cuadro 2-2).

El Banco de la República, Planeación Nacional y los investigadores de Fedesarrollo coincidieron en alertar sobre las consecuencias de que al nivel actual de reservas internacionales se añadieran las presiones provenientes de Cusiana y, en particular, sus implicaciones negativas sobre la estabilidad de la economía en la segunda mitad de la década <sup>29</sup>.

Cuadro 2-2 BALANZA DE PAGOS DE CUSIANA (US\$ Millones)				
AÑOS	CUENTA CORRIENTE	CUENTA DE CAPITAL	VARIACION RESERVAS	SALDO RESERVAS
1993	- 210	311	101	101
1994	- 515	1.075	560	661
1995	- 79	1.378	1.299	1.960
1996	923	1.324	2.247	4.207
1997	2.962	42	3.004	7.211
1998	3.092	- 139	2.953	10.164
1999	3.234	- 212	3.022	13.186
2000	3.424	49	3.473	16.660

FUENTE: Armando Montenegro, "El impacto de Cusiana". *Estrategia Económica y Financiera*, Bogotá, Junio de 1.993, p. 10.

Sobre esta base, el orden de preocupaciones frente al del inmediato pasado cambió hacia un nuevo escenario: una situación de exceso de reservas internacionales para el resto de la década que ahora sería generada por el superávit de la cuenta corriente, debido a Cusiana, y no por el desbordamiento en el flujo de capitales hacia la economía.

<sup>29</sup> En el caso del Banco de la República, "Proyecciones Financieras de mediano Plazo". Mayo de 1993. En relación con los documentos presentados al Seminario, antes mencionado, véase: Departamento Nacional de Planeación, "El Petróleo de Cusiana, las perspectivas y la política económica"; y Lora, E., Perry, G. y Barrera, F., "La Política Macroeconómica frente a Cusiana".

La magnitud de la acumulación de reservas prevista hacía inminente la necesidad de una continua revaluación real de la tasa de cambio; igualmente, los efectos nocivos de un súbito enriquecimiento sobre la demanda agregada, el consumo privado y el desajuste fiscal (compendiados como la "enfermedad holandesa"), vendrían a sumarse a la "maldición" de Cusiana.

Frente al exceso de divisas, las investigaciones de Fedesarrollo mostraron que, en caso de primar los objetivos de estabilización, la tasa de cambio real se revaloraría en 15,5 por ciento entre 1993 y 1996 y en un 17 por ciento adicional entre 1996 y el 2000; incluso, bajo la hipótesis de combinación de objetivos para acomodar una política fiscal más expansiva y un menor descenso en la tasa de inflación, la revaluación real podría reducirse a la mitad de la del escenario anterior, lo cual seguiría siendo sustancial<sup>30</sup>/. Según los estimativos de Planeación Nacional, se planteaban revaluaciones de 2 puntos por año entre 1994 y el 2000, hasta llevar la cuenta corriente a un déficit del 0,8 por ciento en este último año, y se proponía la utilización del excedente de Cusiana para reducir continuamente la deuda pública externa<sup>31</sup> /.

De igual forma, se insistió en la inminencia de la llamada "enfermedad holandesa", donde los efectos de la revaluación se suman a los mayores ingresos de Cusiana para estimular la demanda por bienes no transables, restringir la producción de bienes transables y aumentar la oferta de importaciones; en fin, para desestimular la actividad productiva nacional y adoptar patrones de consumo artificiales que se financian transitoriamente con cargo al derroche improductivo de la bonanza. A lo anterior, se agrega el efecto expansionista generado vía la indisciplina fiscal, lo que no hace más que intensificar las dificultades enunciadas.

### Una política para abrirle espacio a Cusiana y sus implicaciones

Los resultados de las tendencias hoy prevalecientes en el sector externo y el correlativo predominio de políticas concentradas en forma exclusiva en el objetivo de estabilización, sirven de base para evaluar las implicaciones de un escenario futuro de balanza de pagos que se oriente a "abrirle espacio" a Cusiana.

Con base en estas hipótesis se proyecta *a nivel general* un escenario, que se ha denominado la **proyección baja**, que toma como referencia las tendencias actuales de manejo de la tasa de cambio y supone que las autoridades económicas mantienen en los próximos años una política gradual pero continua de revaluación real con el fin de "acomodar", tanto en términos cambiarios como

30 "La Política Macroeconómica frente a Cusiana", *op.cit.*, pp. 11y16. Con todo, en este "escenario de cooperación" las previsiones siguen siendo francamente pesimistas: "(...) los logros en materia de crecimiento o inflación distan de ser satisfactorios, ya que no se logra siquiera el crecimiento que habría sin Cusiana, ni tampoco se consigue llegar a niveles de inflación de un dígito a fines de siglo. Estos resultados se deben a que la tasa de cambio real tiene un papel crucial tanto en la determinación de la inflación como del nivel de actividad económica, contrarrestando el efecto mucho más modesto de la inversión pública sobre ambas variables en el corto plazo. Por consiguiente, es inevitable la escogencia entre el objetivo de reducir la inflación y el de mantener o acelerar el crecimiento en el mediano plazo". *IBID*, p. 17.

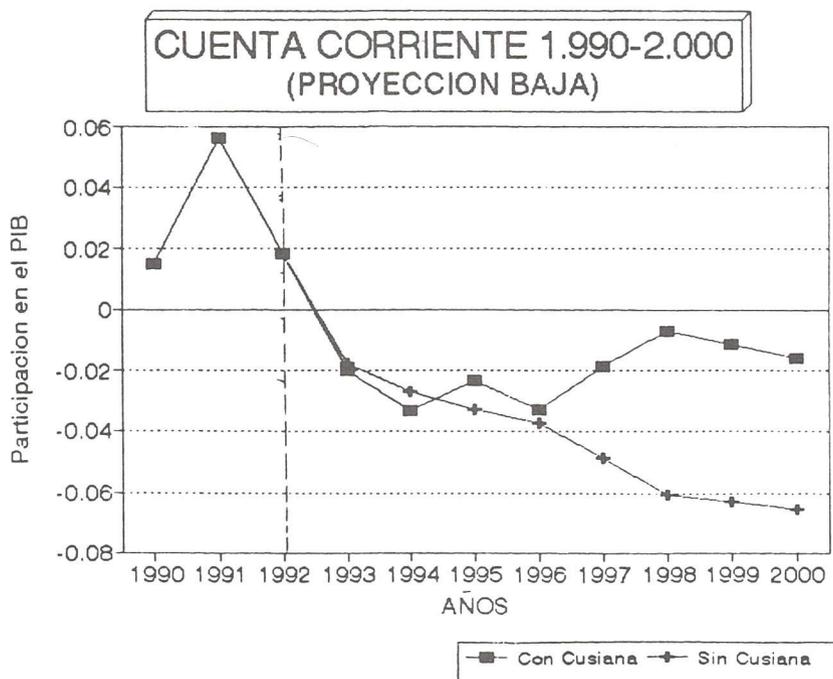
31 "El Petróleo de Cusiana, las perspectivas y la política económica". *Op. cit.*, pp. 25-30

monetarios, el flujo de divisas generado por Cusiana y contrarrestar así sus eventuales impactos inflacionarios. El propósito de este escenario general es aislar el impacto del manejo de la tasa de cambio sobre el monto y composición de los flujos de bienes y servicios para el período y relieves el papel de los excedentes de Cusiana en las cuentas del sector externo.

Para completar la proyección se han supuesto flujos de capital privado similares a los de años anteriores y se incluye como rubro separado la inversión requerida para la explotación de Cusiana. Se supone, además, que el endeudamiento del sector público continúa disminuyendo como proporción del PIB y que, a partir de 1997, será en términos netos igual a cero<sup>32</sup>.

El hecho fundamental que surge de este escenario es la tendencia deficitaria de la cuenta corriente. A partir de un saldo negativo de US\$ 1.160 millones en 1.993, la cuenta se mantiene, en promedio, en un déficit anual de US\$ 1.500 millones a lo largo de la década. Como porcentaje del PIB, el déficit se mueve en un rango entre -0,7 por ciento y -3,3 por ciento (Gráfico 1, Cuadro 2-3)<sup>33</sup>.

GRAFICO 1



32 Véase, al final del texto, los Cuadros ANEXO I y II, en millones de dólares y como porcentaje del PIB, respectivamente. Este escenario bajo supone, igualmente, tasas promedio de crecimiento del PIB del orden de 4 por ciento anual.

33 Frente a los actuales estimativos oficiales, estas proyecciones pueden incluso considerarse bastantes moderadas, casi optimistas. En efecto, el Departamento Nacional de Planeación estima que 1993 cerrará con un déficit en cuenta corriente del 3,2 por ciento del PIB y que para el 1994 ese déficit se remontará hasta el 5,1 por ciento del PIB. La proyección y acumulación de esa tendencia haría aún más críticos los desequilibrios de balanza de pagos para el resto de la década, obligando la adopción de medidas más inmediatas y más drásticas que las que examinamos más adelante. Véase CONPES, "Programa Macroeconómico y Plan Financiero 1993-1994".Op. cit., p.19

Cuadro 2-3  
**CUENTA CORRIENTE Y BALANZA COMERCIAL 1990-2000**  
 PROYECCION ESCENARIO BAJO  
 (Participación porcentual en el PIB)

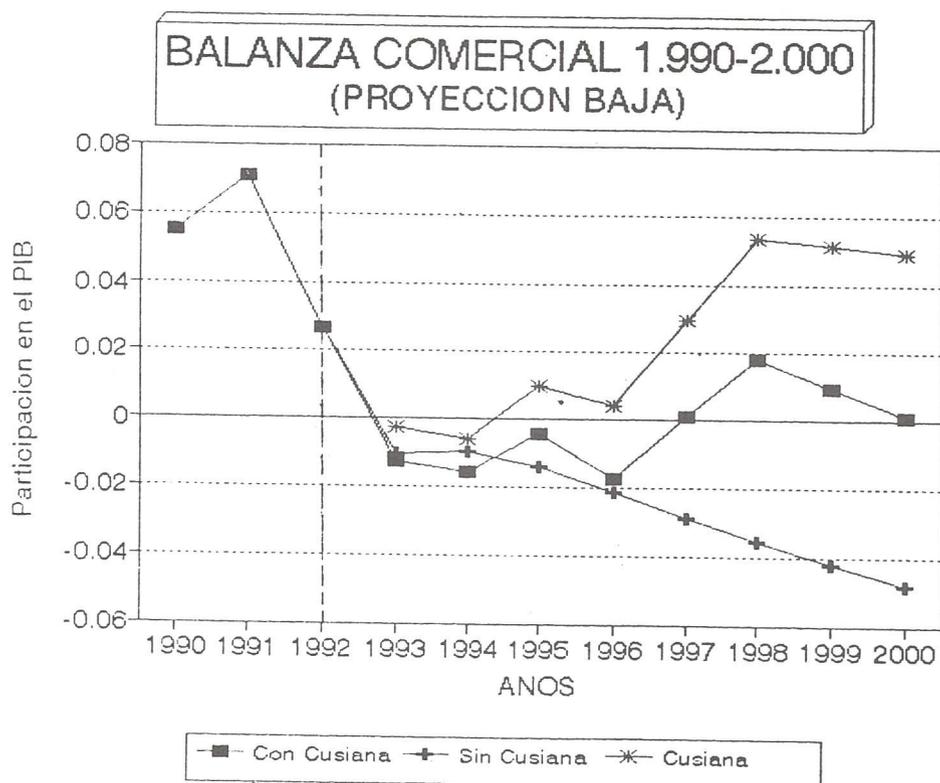
AÑOS	CUENTA CORRIENTE		BALANZA COMERCIAL		
	Con Cusiana	Sin Cusiana	Con Cusiana	Sin Cusiana	Cusiana
1990	1,5	1,5	5,5	5,5	-
1991	5,6	5,6	7,1	7,1	-
1992	1,8	1,8	2,7	2,7	-
1993	- 2,0	- 1,8	- 1,3	- 1,0	- 0,3
1994	- 3,3	- 2,7	- 1,5	- 0,9	- 0,6
1995	- 2,3	- 3,3	- 0,4	- 1,4	1,0
1996	- 3,3	- 3,7	- 1,7	- 2,1	0,4
1997	- 1,9	- 4,8	0,1	- 2,9	3,0
1998	- 0,7	- 6,1	1,8	- 3,6	5,4
1999	- 1,1	- 6,3	0,9	- 4,2	5,1
2000	- 1,6	- 6,5	0,1	- 4,8	4,9

FUENTE: Cuadros ANEXO I y II

El examen de las cifras del sector externo señala que el principal elemento explicativo de esta tendencia es el comportamiento y la composición de la balanza comercial. El comercio de bienes, incluyendo las exportaciones de Cusiana, no genera los excedentes suficientes para atender el pago de los servicios requeridos por ese nivel de intercambio. Más aún, para el 2.000 la composición de la balanza sería tal que no solo habría consumido íntegramente las reservas internacionales generadas por Cusiana, sino que, además, conduciría a una reducción de más de seis puntos en el saldo acumulado de reservas, las cuales bajarían como porcentaje del PIB de 14,5 por ciento de hoy a un 8,2 por ciento en el 2.000.

Si se excluye Cusiana, se estaría generando un **acelerado** deterioro de la balanza comercial, que significa pasar de un superávit de **cerca de 5,5** por ciento del PIB en 1990 (US\$ 2.000 millones) a un déficit del **4,8 por ciento** del PIB a finales de la década (US\$ 4.500 millones) (Ver Gráfico 2). Tal como se observa en el Cuadro 2-3, si se excluye el aporte de Cusiana la cuenta corriente produciría un déficit de alrededor del 6,3 por ciento del PIB en los últimos años de la década.

GRAFICO 2



Estos resultados muestran, en esencia, que el efecto Cusiana, que representa US\$ 4.500 millones anuales a partir de 1.998 (5 por ciento del PIB), *oculta temporalmente la crítica situación de la balanza comercial*. Gracias a ese efecto, la balanza podría mostrar un superávit de cerca de US\$ 1.500 millones en ese año; aún así, a partir de entonces prevalece la tendencia deficitaria y el superávit comercial prácticamente se extingue en el 2.000.

En la segunda parte de la década, las exportaciones de Cusiana representarán cerca del 5,2 por ciento del PIB, mientras que la participación de las exportaciones no tradicionales se mantiene alrededor del 7 por ciento, cifra apenas un punto por encima de lo que se había previsto para un escenario sin apertura y, claro, inferior a la que generaría la dinámica del modelo de apertura<sup>34</sup> /. Más aún, para el año 2.000 en este escenario la participación del petróleo, carbón, oro y ferro-níquel en el total de las exportaciones pasará del 34 por ciento de hoy a cerca del 50 por ciento, con lo cual se habrá "mineralizado" el sector externo. Después de la bonanza de Cusiana, nuestra economía se sustentará, entonces, en un sector exportador minero, cuya participación en el PIB y cuyos impactos multiplicativos son mucho más débiles.

34 CONPES, "Decisiones sobre el Programa de Apertura Económica", octubre 29 de 1990. op.cit., p. 18.

En cuanto a las importaciones, el escenario arroja un crecimiento con una tendencia superior a la de años anteriores. Como se ha mencionado, una parte de las mayores importaciones se ha debido a la estrategia anti-inflacionaria con que se ha manejado el sector y, en particular, a la sobrevaluación relativa de la tasa de cambio real ocurrida en los últimos dos años. Hacia el futuro, la proyección general de las importaciones -con base en la tasa de crecimiento de la economía, la evolución de los precios externos, el mantenimiento de la tendencia de revaluación y el correlativo debilitamiento de la producción de bienes transables-, llevaría a un crecimiento del coeficiente de importaciones en más de tres puntos frente a lo observado hoy. Este resultado estaría bastante por encima de la participación que se esperaba según el programa de aceleración de la apertura.

Como efecto de este tipo de política de estabilización, el rápido deterioro en la cuenta corriente y comercial no-petrolera estaría, efectivamente, abriéndole espacio al incremento en reservas proveniente de Cusiana. Parecería que el DNP se está moviendo en esta dirección. La balanza de pagos incluida en la programación macroeconómica para 1994 acentúa la tendencia deficitaria en la cuenta corriente. El desbalance comercial se financia en buena parte con la reversión en la política de endeudamiento del sector público, el cual pasa de flujos negativos de cerca de US\$ 600 millones en los dos últimos años a desembolsos netos por US\$ 900 millones. De esta forma, también se le abriría espacio a la mayor financiación del sector público, cuyas exigencias desbordan la capacidad del mercado financiero interno<sup>35</sup>.

### **Los riesgos de la enfermedad holandesa**

La coyuntura vivida recientemente por la economía colombiana y las tendencias proyectadas para el resto de la década coinciden en destacar -en un caso, en términos ex-post y en el otro, ex-ante- las interrelaciones entre la afluencia excesiva de reservas (vía cuenta de capitales o cuenta corriente) y el manejo de la política cambiaria. La presión externa se resuelve con la revaluación de la tasa de cambio real, lo cual deteriora la competitividad de los bienes transables de producción nacional; a su vez, el mayor ingreso incrementa el nivel de la demanda agregada a lo cual la economía responde con el desplazamiento de la producción de transables hacia los no transables, debilitando el desarrollo industrial y agrícola del país. En el mediano plazo los efectos perversos se refuerzan y acentúan; en la medida en que la balanza comercial se deteriora, se hace inevitable una crisis del sector externo una vez el efecto de la bonanza ha pasado.

---

35 Es de esperar, en todo caso, que frente a esos resultados, las autoridades económicas actúen a tiempo para evitar que la economía llegue a la insostenibilidad en las cuentas externas no-petroleras y a la oclusión del modelo de internacionalización. Así frente al sostenido deterioro en la balanza comercial y en la actividad productiva interna, cabría considerar un manejo activo de la tasa de cambio para reactivar el sector exportador y desacelerar las tendencias en las importaciones.

Estos efectos han sido compendiados en la jerga económica bajo el nombre de la enfermedad holandesa<sup>36</sup>. Su estudio ha sido abocado desde la perspectiva de evaluar los impactos sobre la asignación de recursos de un enriquecimiento nacional súbito, producido por un sustancial crecimiento de los precios de los bienes primarios o por descubrimientos de recursos minero-energéticos. La breve presentación que sigue, busca hacer énfasis en las interrelaciones entre altos incrementos en reservas, tasa de cambio, modificación sectorial de la producción y la demanda y formas alternativas de manejo de los excedentes.

Para este examen, se muestra primero la situación de corto plazo y, posteriormente, se incorpora al análisis la movilidad internacional e intersectorial de capitales en el largo plazo, así como los efectos resultantes de decisiones alternativas de los agentes económicos en la utilización de los recursos<sup>37</sup>. Se suponen tres sectores en la economía: energético (E), bienes no transables (N) y bienes transables (T). La producción de energía no emplea recursos domésticos y todo el recurso energético será exportado; inicialmente el capital es fijo entre los sectores y el trabajo es movable.

Antes de la bonanza la economía se encuentra en equilibrio en A (Gráfico 3). En este punto, el ingreso ( $P_T Q^A_T + P_N Q^A_N$ ) es igual al consumo ( $P_T C^A_T + P_N C^A_N$ ) y el precio relativo de N en términos de T ( $\pi_N = P_N/P_T$ ) es igual a la pendiente de la curva de posibilidades de producción.

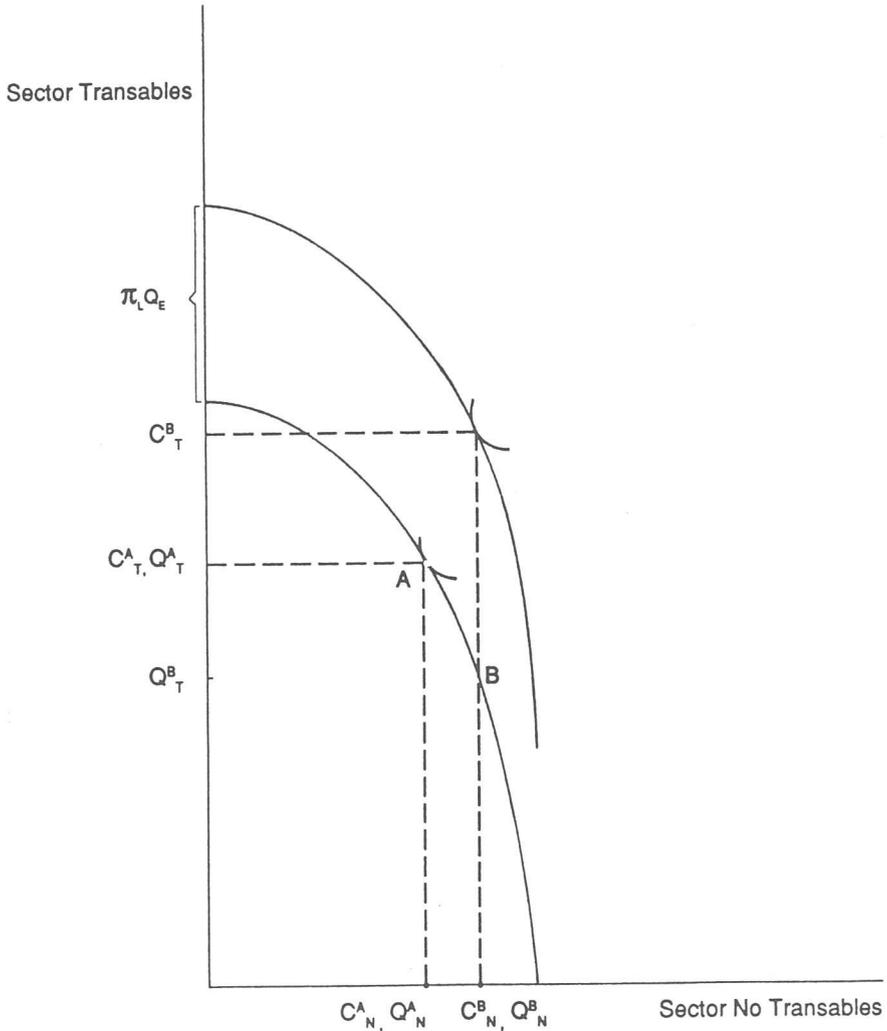
Una bonanza incrementa el ingreso en  $\pi_L Q_E$ . Este mayor ingreso genera, a su vez, una mayor demanda por bienes transables ( $C^B_T - C^A_T$ ) y no transables ( $C^B_N - C^A_N$ ). En la medida en que en una economía abierta la oferta de bienes transables tiene elasticidad infinita, pero la de no transables es relativamente inelástica, el precio de estos últimos aumenta en relación con el de los transables. Una parte del incremento en la demanda por no transables será satisfecha por una mayor producción y la otra parte por un aumento en su precio relativo, provocando una atracción de mano de obra del sector de transables. A su vez, el incremento en la demanda por transables será satisfecho por mayores importaciones.

El nuevo equilibrio se localizará en B, en donde la pendiente de la frontera de producción es igual al nuevo precio relativo, con precios más altos para los bienes no transables ( $\pi'_N = P'_N/P_T$ ). En este punto la producción de no transables  $Q^B_N$  será mayor que la producción inicial  $Q^A_N$ , y la producción de transables disminuirá de  $Q^A_T$  a  $Q^B_T$ . Asimismo, la diferencia entre  $Q^B_T$  y  $C^B_T$  se importa.

36 Véase, por ejemplo: Corden, W.M., "Booming Sector and Dutch Disease Economics: Survey and Consolidation". *Oxford Economic Papers*, No. 36, Noviembre 1984, pp. 359-380; Corden, W.M., and J.P. Neary, "Booming Sector and De-Industrialization in a Small Open Economy", in M. Corden, **Protection, Growth and Trade: Essays of International Economics**, Oxford, 1985; J.P. and S.V. Winjbergen, "Natural Resources and the Macroeconomy: A Theoretical Framework", in J.P. Neary and S.V. Winjbergen (eds), **Natural Resources and the Macroeconomy**, Oxford, 1985.

37 Bruno, Michael and Sachs, Jeffrey, "Energy and Resource Allocation: A Dynamic Model of the Dutch Disease". *Review of Economic Studies*, XLIX, 1982, pp 845-859.

**GRAFICO 3**  
**Efectos de corto plazo de un boom petrolero**



El modelo predice las dos consecuencias perversas tradicionalmente adscritas a las bonanzas de productos primarios. De un lado, se produce un cambio en la estructura productiva, con un desplazamiento de la producción de transables hacia la de no transables; ello equivale a debilitar el desarrollo industrial y agrícola de la economía. De otro lado, se genera una revaluación de la Tasa de Cambio Real (TCR), reflejada en el aumento en el precio de los no transables, lo cual reduce finalmente la competitividad de los bienes transables. En el mediano plazo se acentúa este efecto perverso y se deteriora aún más la balanza comercial, haciendo inevitable una crisis del sector externo una vez que ha pasado y, por decirlo así, se ha agotado el efecto de la bonanza.

Frente a las conclusiones anteriores, existen dos elementos que pueden modificar en forma sustancial los resultados: primero, el efecto de la movilidad de capital; y, segundo, la forma en que el gobierno decida transferir el mayor ingreso fiscal a los agentes económicos y como éstos tomen sus decisiones<sup>38/</sup>.

El caso de un libre flujo de capitales, externo e interno, conduce a una tasa única de retorno del capital, lo que equivale a que el precio de los bienes no transables se determine en función del de los bienes transables<sup>39/</sup>. Con este supuesto, y a diferencia de lo que acontece en el análisis estático, la economía produce a lo largo de una trayectoria donde la rentabilidad del capital se iguala entre los dos sectores, los precios relativos se reajustan a su nivel original por efecto de la movilidad de capitales hacia N y el patrón de expansión de la demanda. Los resultados básicos del análisis de la enfermedad holandesa quedan confirmados de nuevo. El sector de los transables se reduce con el descubrimiento petrolero y sus importaciones crecen rápidamente. En comparación con los efectos "estáticos", la respuesta de la oferta de N será mayor y la revaluación de la tasa de cambio debe ser inferior, en la medida en que  $P_N$  no se incrementa o lo hace en una cuantía inferior. Asimismo, el consumo y la importación neta de transables aumentarán.

El segundo caso introduce la propiedad y distribución de los recursos de la bonanza como factor crucial para atenuar o acentuar, según sea el caso, los efectos perversos mencionados. Si la bonanza es pública, el gobierno puede transferir los recursos de la bonanza a los agentes económicos mediante una reducción de los impuestos o las tarifas, o moderando sus tasas de crecimiento, o aumentando el gasto público en una cantidad semejante al ingreso. Esto significaría una transferencia directa e inmediata de la bonanza al sector privado, con lo cual se cumplen íntegramente los efectos perversos antes analizados.

Pero, alternativamente, el gobierno puede prepagar deuda, "invertir" los excedentes generados por la bonanza, o convertirlos en una renta a perpetuidad. Una transferencia permanente del sector público a los agentes económicos, en lugar de una directa, desplaza el efecto consumo hacia el futuro, lo que disminuye los efectos perversos sobre los precios relativos y la producción nacional. De otro lado, un comportamiento racional de los agentes económicos que reconozca que el ingreso del recurso petrolero no-renovable es temporal, inducirá a aumentar el ahorro para mantener un nivel más alto de consumo e inversión en el futuro. Ello, sumado al ahorro del gobierno en activos financieros externos, disminuirá la intensidad del impacto inicial y dará lugar a una demanda menos concentrada y más espaciada en el tiempo. Se podrán, así, atenuar los efectos negativos de la bonanza, al tiempo que se lograría un horizonte más amplio y sostenido de incremento en la producción y la demanda.

---

38 Bruno, M. y Sachs, J. Op. cit.; y Dornbusch, R. *Open Economy Macroeconomics*, New York, Basic Books, 1980.

39 En el caso extremo de movilidad perfecta de capital, se fijará  $P_N$  en términos de  $P_T$ , la oferta será completamente elástica y no habría posibilidad de que se modifique la tasa de cambio real.

Sobre estas alternativas analíticas de manejo se volverá en el capítulo final para proponer un escenario que modifique las actuales tendencias preocupantes que se registran en el sector externo de Colombia.

### **Las tendencias actuales y sus dificultades**

En efecto, como se ha argumentado, el privilegio concedido a la estabilización sobre la promoción de la internacionalización de la economía, por la vía de la revaluación de la tasa de cambio real, define el marco básico de la experiencia reciente. El control de la inflación ha sido hasta ahora exitoso, tal como lo demuestra el comportamiento de los índices de precios entre 1991 y 1993. Simultáneamente con dicho éxito, sin embargo, la revaluación ha conllevado un inmenso costo para el sector externo y para el futuro de la internacionalización en el país<sup>40</sup> /.

Los resultados hasta ahora obtenidos en el caso colombiano llevan a mostrar que la continuidad de las tendencias y las políticas actuales gestará un déficit de magnitudes crecientes en la balanza comercial, el cual quedará oculto temporalmente por los excedentes generados por Cusiana. Este sería, sin ninguna duda, el resultado más paradójico y contradictorio que arrojaría el modelo de internacionalización puesto en marcha. En efecto, una cuenta superavitaria por cerca de diez años pasaría a generar un faltante estructural precisamente en el período de "apertura", y tanto la dinámica exportadora como buena parte del crecimiento económico correrían por cuenta de la explotación de recursos naturales no-renovables. No sobra enfatizar que, en la medida en que disminuya la producción de Cusiana, se hará más evidente la crisis del sector externo, con sus consecuencias negativas sobre el proceso de crecimiento y desarrollo de la economía.

### **3. EL NUEVO MODELO DE DESARROLLO Y LOS DESEQUILIBRIOS FISCALES**

Las decisiones de política fiscal se refieren, en esencia, al tamaño, composición y financiación del gasto público y a los efectos resultantes sobre el monto de la deuda pública<sup>41</sup> /. De esta forma, dichas decisiones afectan el nivel de producción y su composición entre bienes públicos y privados, el empleo y la distribución del ingreso; a su vez, la financiación del déficit generado conlleva efectos directos sobre los precios y la tasa de interés; e indirectos sobre el sector externo, con el consecuente impacto sobre la tasa de cambio.

---

40 Siguiendo a Stanley Fisher, el criterio fundamental para juzgar el nivel adecuado de la tasa de cambio, es la situación actual y la perspectiva de la cuenta corriente. Si dicho déficit es insostenible o si una prospectiva razonable muestra que va a ser insostenible en el futuro, una devaluación será inevitablemente necesaria. Ver Fisher, Stanley, "Devaluation and Inflation". En: **The Open Economic: Tools for Policymakers in Developing Countries**. Edited By Dornbusch, R. and Helmers, L. Series in Economic Development, 1986, pp. 108-127.

41 Según la temática clásica de Hansen. Ver: Blinder, Alan y Solow, Robert, "Analytical Foundation of Political Fiscal". En: **The Economics of Public Finance. Studies of Government Finance**. The Brookings Institution. Washington D.C., 1974

Las alternativas de política fiscal, en el caso colombiano, estarán condicionadas en el futuro próximo por el modelo de economía abierta impulsado en los últimos años. En este mismo sentido se moverán los nuevos esquemas de dirección y orientación de la política macroeconómica, así como los ajustes en la estructura organizativa estatal, en el monto de los recursos y en las funciones y responsabilidades de las entidades territoriales, establecidos por la Constitución de 1991. Finalmente, los hallazgos de Cusiana añadirán una nueva dimensión al aspecto fiscal, en la medida en que aumentan la disponibilidad de recursos de la Nación y de las entidades territoriales y, por lo tanto, su capacidad para alterar el entorno macroeconómico.

Como consecuencia del ajuste institucional se crearon nuevas demandas por recursos para el fisco nacional. Para financiar estos requerimientos y compensar la pérdida de ingresos por la apertura, se aprobó a mediados de 1992 una reforma tributaria. Con los mayores ingresos tributarios se esperaba restablecer las condiciones fiscales y financieras adecuadas para responder por los requerimientos de la apertura y del nuevo marco institucional.

Los esfuerzos del gobierno por atender estos requerimientos han generado mayores gastos públicos, modificando el nivel y composición de la demanda agregada y afectando las condiciones de los mercados financieros, elementos que, a su turno, codeterminan el nuevo modelo de desarrollo.

Este capítulo evalúa los resultados de estos procesos, en términos del déficit de operaciones efectivas resultante en el gobierno nacional y en las entidades de mayor importancia en el sector descentralizado. Con estos elementos se intenta, en una segunda parte, elaborar una prospectiva de la situación fiscal y financiera de la Nación. Allí, se establecen las características del comportamiento fiscal en los próximos años, de acuerdo con las tendencias observadas y con el impacto que sobre ellas causa la introducción de la dimensión fiscal de Cusiana.

### 3.1 Los resultados de corto plazo <sup>42</sup>

El Plan de Desarrollo del actual gobierno orientó la gestión fiscal en la dirección de alcanzar el equilibrio en las finanzas del gobierno central y asegurar el superávit en las del sector descentralizado, como requisito esencial para mantener una política macroeconómica estable y contribuir al logro de los objetivos del nuevo modelo de apertura<sup>43</sup>.

La programación diseñada por el CONPES para 1993 hizo de nuevo énfasis en esos criterios: "El principal reto en los próximos años será mantener

42 Sobre estos temas véase de Flórez E., Luis Bernardo, "Señales críticas en el panorama fiscal", *Estrategia Económica y Financiera*, Bogotá, Septiembre 1992, pp. 2-5; y "En el reinado feliz de don Gastón Hacienda: ¿Si alcanzará la plata para todo?", *Estrategia Económica y Financiera*, Bogotá, febrero 1993, pp. 6-7.

43 Estos propósitos iniciales se formularon en el Plan de *La Revolución Pacífica*, op. cit.

un nivel de gasto público que no atente contra la estabilidad macroeconómica. Teniendo en cuenta la existencia de un limitado campo de acción, se deben seleccionar cuidadosamente los proyectos de carácter prioritario..."<sup>44</sup>/. Al reiterar que "no deben perderse los esfuerzos que permitieron el ajuste fiscal en los últimos años", concluyó señalando que "los principales aportes al control del déficit fiscal deben provenir de la austeridad del gasto, el control de la evasión y un cuidadoso manejo del sector descentralizado"<sup>45</sup> /.

A la luz de los anteriores criterios, esta sección examina las tendencias de la actual coyuntura fiscal y sus factores determinantes, en términos de ahorro público, austeridad en el gasto y prioridades de inversión. Sobre esta base, se procederá más adelante a proyectar la trayectoria que podrían seguir las finanzas públicas en el resto de la década.

### Las finanzas del gobierno central

A partir de 1990 se ha transformado la estructura de los ingresos del gobierno, debido a los efectos de la apertura y a las reformas tributarias hechas para enfrentarla. Los aumentos en los impuestos de renta y ventas, además de compensar los menores gravámenes arancelarios, llevarían entre 1990 y 1993 a incrementar los ingresos corrientes de la Nación en cerca de 2.5 puntos del PIB.

Como se observa en el Cuadro 3-1, este aumento de los ingresos se destina fundamentalmente a cubrir los crecientes gastos operativos. En consecuencia, el *ahorro del gobierno*, que como porcentaje del PIB se duplicó entre 1990 y 1991 -al pasar de 1,4% a 2.8% del PIB- en 1992 cae al 2.0%, y en 1993, después de la reforma, se reduce a 1,6% del PIB, apenas 0,2 puntos por encima del que se generó en 1990. En términos *nominales*, el ahorro del gobierno en 1993 sería inferior al de 1991 y al de 1992.

El crecimiento de los gastos operativos, a una tasa del 59 por ciento para 1993, se origina en todos los rubros significativos<sup>46</sup>: el incremento en el valor de las nóminas (42 por ciento), las mayores transferencias (52 por ciento), los crecientes intereses de la deuda (105 por ciento) y los aumentos en los gastos generales (98 por ciento). Por lo tanto, el altísimo incremento general del gasto, sin un orden de prioridades, constituye la característica central del manejo actual de la política fiscal.

44 Conpes, "Plan Financiero y Macroeconómico 1993", Departamento Nacional de Planeación, Bogotá, agosto 13 de 1992, p. 21.

45 *Ibid*, p.26.

46 Las siguientes cifras corresponden a la versión revisada a principios de este año de la programación financiera, e implican en todos los casos ritmos más altos de crecimiento que los propuestos en el plan inicial. Ver: CONPES, "Programa Macroeconómico 1993", Departamento Nacional de Planeación, Bogotá febrero 4 de 1993, p. 25.

**CUADRO 3-1**  
**FINANZAS DEL GOBIERNO NACIONAL 1990-93**  
 (Como porcentaje del PIB)

	1990	1991	1992	1993
1. Ingresos Corrientes	10,4	12,0	12,3	12,9
- Renta	4,0	5,1	5,7	6,0
- Ventas	2,7	3,2	3,4	4,1
- Aranceles	1,8	1,6	0,8	0,8
- Otros	1,9	2,1	2,4	2,0
2. Pagos Operativos	9,0	9,2	10,3	11,3
3. Ahorro Corriente (1-2)	1,4	2,8	2,0	1,6
4. Inversión	2,0	2,3	2,4	2,6
5. Créditos	0,2	0,7	1,8	0,2
6. Déficit (3-4-5)	- 0,8	- 0,2	- 2,2	- 1,2

Fuente: CONPES, "Plan Financiero y Macroeconómico 1993"

En buena parte esos incrementos asumirán un carácter estructural no sólo por la inercia que generan, sino porque llevan a que el gasto público se coloque sostenidamente en niveles más altos y siga demandando hacia el futuro cuantiosas y crecientes porciones de los ingresos tributarios. Así que el propósito de fortalecer el ahorro público para apoyar los balances macroeconómicos y estimular la inversión productiva prácticamente se ha desvanecido en el primer año de la nueva reforma tributaria.

### Las prioridades de inversión pública

En materia de inversión pública parece darse una consistencia universal alrededor de un propósito: todo es prioritario. El Cuadro 3-2 muestra que las inversiones del sector público crecerían de poco menos de \$ 2 billones en 1991 a \$ 4.2 billones en 1993, duplicándose así en el lapso de dos años. Como porcentaje del PIB ello significa un aumento de la inversión pública del 7,4 por ciento al 9,5 por ciento, entre uno y otro año, con lo cual se convierte, con toda seguridad, en el componente más dinámico de la demanda agregada de la economía.

En términos de la composición de las inversiones, el Cuadro 3-2 también revela que todas crecen igual y que, con excepción de las del Gobierno Nacional

CUADRO 3-2  
INVERSIONES DEL SECTOR PUBLICO

	Miles de Millones de \$		(2)/(1)
	(1) 1991	(2) 1993	
Total Sector Descentralizado	893	2.194	2.5
Eléctrico	274	524	1.9
Ecopetrol	166	400	2.4
Fondo Vial	167	366	2.2
Metro Medellín	7	280	40.0
Telecom	76	165	2.2
Resto descentralizadas	203	459	2.3
Gobierno Nacional	610	1.118	1.8
Regionales	425	845	2.0
Otras	25	26	-
<b>TOTAL SECTOR PUBLICO</b>	<b>1.954</b>	<b>4.183</b>	<b>2.1</b>

Fuente: CONPES, "Plan Financiero y Macroeconómico 1993".

-las cuales "apenas" aumentan en 1.8 veces-, el monto realizado por el resto de entidades mínimo se duplica en estos dos años: sector eléctrico, Ecopetrol, Telecom, Fondo Vial, entidades regionales, resto del sector descentralizado. Para el solo proyecto del Metro de Medellín, y después de la parálisis de los últimos años, en 1993 se programan pagos por alrededor de \$ 280 mil millones de pesos, que equivalen a casi el 7 por ciento del total de la inversión pública.

Son evidentes las enormes carencias del país en materia de infraestructura de transporte, servicios públicos y cobertura de servicios básicos de salud y educación. No se trata, por tanto, de objetar la asignación de mayores recursos públicos para esos fines. Pero las aceleradas tasas de crecimiento en *todo tipo* de inversión pública, son, a todas luces, inmanejables e insostenibles. Y obligan, al final, a restringir apropiaciones o, alternativamente, a adoptar el ineficiente y costoso mecanismo de desacelerar obras y frenar pagos.

Las cifras reflejan, a la vez, las dificultades a las que se han enfrentado este y anteriores gobiernos para lograr una efectiva reorientación del gasto público.

Varios factores explican este fenómeno: las entidades públicas -en especial las que disponen de abundantes recursos propios- son poco propensas a acomodar las nuevas prioridades de política en sus planes de inversión, a menos que los recursos sean aportados por el gobierno; la transferencia de ahorro público de entidades superavitarias a deficitarias es un proceso de negociación arduo, complejo y no siempre fructífero; cuando las entidades públicas se convierten en feudos políticos, se fragmentan y entran en conflicto los criterios y procesos de decisión y no se atienden del todo las prioridades señaladas por el gobierno.

Al final se tiene, entonces, que las nuevas prioridades de inversión se superponen -sin desplazar o suprimir- a programas ejecutados por razones de presión política o de negociaciones sectoriales o regionales, o incluso por fuerza de la inercia y la costumbre. Todo ello resulta en un crecimiento generalizado de los gastos, en una mayor necesidad de más fondos de financiación y en una ausencia efectiva de prioridades.

### **¿Dónde se concentran los problemas?**

Las principales fuentes de desequilibrio para 1993 se encuentran en el gobierno central, el Metro de Medellín, el Fondo Nacional del Café y, en mucha menor medida, el sector eléctrico. Esos resultados se compensan parcialmente por los superávits producidos por Ecopetrol y Telecom, con lo cual el déficit neto del sector público sería del 1,5 por ciento del PIB<sup>47</sup> /.

En el caso del gobierno central, como se ha indicado, el notable deterioro del ahorro y el alto crecimiento de la inversión son las fuerzas que provocan un déficit de alrededor del 1,3 por ciento del PIB. Debe anotarse, no obstante, que entre las causas subyacentes se encuentran los apoyos al saneamiento financiero de las empresas, así como los mayores giros de recursos a las regiones sin un equivalente traspaso de funciones y responsabilidades.

Los mejores resultados que arroja el sector eléctrico, en comparación con períodos anteriores, son el producto de intensos esfuerzos de saneamiento de muchos años, al encargarse el gobierno de buena parte de las grandes deudas del sector. Los problemas del Metro de Medellín tienen que ver con la ausencia de cualquier ingreso para financiar su alta inversión y los del Fondo Nacional del Café -aún después de los ajustes propuestos en precios internos y de la venta de activos- con la caída vertical de los precios del grano, el exceso de oferta en el mercado internacional y las dificultades políticas para concertar un nuevo acuerdo.

Vistos en conjunto los anteriores resultados indican, de una parte, una gran vulnerabilidad de las finanzas públicas y, de otra, que el equilibrio general depende, finalmente, de los superávits que puedan generar unas pocas empresas.

---

47 En las revisiones posteriores efectuadas a la programación macroeconómica, la constante dinámica de cambio de las cifras ha alterado varios de estos resultados; así, por ejemplo, el sector eléctrico se ha vuelto superavitario y Ecopetrol deficitario. Aún así se ha preferido mantener esta parte de la exposición centrada alrededor de las expectativas e intenciones iniciales del gobierno.

## El rezago presupuestal

Como consecuencia de la preocupación de la Junta Directiva del Banco de la República por la dinámica del gasto público, el gobierno acordó mantener un déficit para el nivel central de 0,9 por ciento del PIB. Con esto se ajustaron las operaciones efectivas frente al Programa Macroeconómico inicial de 1993<sup>48</sup> /.

Transcurrida la casi totalidad del año fiscal, el mecanismo de ajuste inmediato consiste en el atraso de los pagos en la Tesorería General de la República o la desacelerización de la contratación tradicional de fin de año. El nivel y la dinámica del rezago presupuestal durante los últimos años presenta una tendencia insostenible que causa profundos desarreglos presupuestales y económicos (Cuadro 3-3).

CUADRO 3-3 REZAGO PRESUPUESTAL (Miles de millones de \$)					
CONCEPTO	1992	1993			
		Presup	Pagos	Rezago	% Pagos
Funcionamiento	162	4.216	4.013	203	95
Servicio de la deuda	21	1.677	1.645	32	98
Inversión	432	979	447	532	46
TOTAL	615	6.872	6.105	767	89
% DEL PIB	1,3			1,6	

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cálculo de los Autores

Este es un mecanismo tradicional de ajuste temporal empleado en un buen número de países, con propósitos que van desde el financiamiento obligatorio al gobierno, ocultar los desajustes o, simplemente, para "cuadrar" las cuentas monetarias. Todas estas opciones representan sobrecostos para el sector privado y el gobierno, sea que se incorporan en futuras contrataciones o que se contabilicen como costos de oportunidad por obras inconclusas<sup>49</sup> /.

48 CONPES, "Programa Macroeconómico y Plan Financiero 1993-1994". Documento DNP -2679- UMACRO-UIP, Bogotá, 11 de Noviembre de 1993.

49 Diamond, J. and Schiller, C., " Government arrears in Fiscal Adjustment Programs". The Measurement of Fiscal Impac: Methodological Issues. IMF, pp. 32-47.

El rezago de 1.6 por ciento del PIB en 1993, supera el déficit de operaciones efectivas "abiertas" del gobierno nacional de 1 por ciento del PIB y equivale a no cumplir con obligaciones presupuestales por \$ 767 miles de millones. Este rezago afecta con mayor intensidad el rubro de inversiones, las cuales sólo se ejecutarían en un 46 por ciento y el monto restante se posterga para las vigencias futuras.

Ante la disponibilidad de recursos en Tesorería, el ajuste obedece al deseo de controlar altos niveles de liquidez de la economía y la inflación, lo cual probablemente se cumplirá, pero con el sobre costo ya mencionado y con el problema de acomodar estos pagos en el futuro, entorpeciendo la ejecución presupuestal y la planeación de los próximos años.

Existe, sin embargo, otro elemento preocupante en la ejecución presupuestal del presente año. Se presupuestó la venta de activos por \$ 1.395 miles de millones, que a finales de octubre no se había realizado. Esto significa que el gobierno puede haber contraído obligaciones por un monto equivalente al valor de estos activos, que luego aparecerían como un déficit equivalente al exceso de lo contratado sobre lo vendido. En el presupuesto de 1994 se apropian otros \$ 1.168 miles de millones por concepto de venta de activos, reiterándose el problema no sólo de financiar gastos corrientes con ingresos eventuales, sino incluso de disponer del patrimonio público acumulado (o del esfuerzo tributario de varios años) para cubrir desequilibrios operativos<sup>50</sup> /.

### **3.2 Tendencias y perspectivas fiscales de mediano plazo**

De acuerdo con el análisis realizado, la situación fiscal muestra una elevada fragilidad en el equilibrio alcanzado y diversas tendencias preocupantes en la evolución de la mayor parte de los componentes del gasto del gobierno nacional. En estas circunstancias, el actual control al déficit fiscal no es muy indicativo cuando en forma simultánea hay una crítica tendencia subyacente que podrá volverse explosiva.

Esta tendencia descansa en varios factores claves.

Primero, el crecimiento de todos los gastos e inversiones a tasas promedio superiores al 50% anual, que revela no sólo la inexistencia efectiva de prioridades, sino un desborde frente a las posibilidades sanas de financiación. Cabe destacar el sustancial incremento de los gastos de nómina, jalonados por las siguientes asignaciones: incremento del pie de fuerza dedicado a mantener el orden público; mejoría de salarios en el sector judicial; cancelación de obligaciones pres- tacionales de empleados públicos; y modernización y reorganización ad- ministrativa del Estado.

---

50 Véase Flórez E., Luis Bernardo "El presupuesto del Tío Rico en 1994: algunas inquietudes y varias notas curiosas" *Estrategia Económica y Financiera*, Bogotá, Agosto, 1993, pp. 3-6.5

Segundo, la rápida desaparición del ahorro público, a pesar de los recientes incrementos en las cargas impositivas, con riesgos macroeconómicos de inestabilidad en el mediano plazo; además de los gastos mencionados en el párrafo anterior, el deterioro del ahorro está asociado al considerable volumen de transferencias y al traslado a la Nación del servicio de deuda contraída por entidades descentralizadas. Ello, a su vez, obliga a rezagar los pagos, para controlar transitoriamente el déficit, lo cual afecta en especial a la inversión pública y hace aún más complicado el panorama fiscal futuro.

Tercero, la persistencia de desequilibrios en el sector descentralizado debido a factores exógenos y a la falta de ajustes de fondo en empresas públicas a las cuales el gobierno ha liberado de buena parte de sus compromisos financieros.

Tomando en cuenta las perspectivas que arroja la coyuntura fiscal, enseguida se proyectan las principales tendencias de mediano plazo de los ingresos y los gastos y el resultado financiero que producirán<sup>51</sup> /.

### **Debilitamiento de los ingresos**

Los tributos nacionales, como proporción del PIB, representaban un 9,4 por ciento en 1990 y generarán un 11,8 por ciento en 1993, como resultado de la reforma tributaria adelantada a principios del actual gobierno y del efecto tributario del vertiginoso crecimiento de las importaciones. Hacia el final de la década se estima que los recaudos significarán el 10,6 por ciento. A partir de 1998 se estima una pérdida equivalente al 1,2 por ciento del PIB, como consecuencia de la supresión de los impuestos transitorios creados por la reforma tributaria.

En 1991, los ingresos tributarios aportaron el 91 por ciento del total de ingresos corrientes de la Nación y los no tributarios el restante 9 por ciento. Para 1997, la participación de los tributarios ascenderá a 97 por ciento y se mantendrá hasta finales de la década. Este aumento se deberá, principalmente, al crecimiento de los recaudos del IVA, cuya participación dentro de los ingresos corrientes pasa de 26 por ciento en 1991 a 36 por ciento en 1998 (una vez eliminado el ajuste de 2 puntos en la tarifa) y a 38 por ciento en el 2000.

En cuanto al impuesto a la renta, luego de alcanzar su más alta participación en 1992 (45 por ciento), registrará un descenso a 39 por ciento en 1993 y se situará alrededor del 40 por ciento en los años restantes. No sobre resaltar la pérdida de dinamismo en el recaudo de este impuesto, como consecuencia del alto monto de las devoluciones y del costo de los ajustes por inflación en momentos en que la inflación muestra una tendencia descendente.

En términos de la distinción entre impuestos directos e indirectos, en 1991 el impuesto sobre la renta generaba el 47 por ciento del total de ingresos tributarios.

---

<sup>51</sup> Para efectos de las proyecciones fiscales se supone en 1994 una tasa de crecimiento del PIB real 4.5% y del 5.5% en adelante. Se asume, también, una tasa real constante a partir de 1994

Hacia el 2000, se estima que su participación caerá al 40 por ciento, lo cual indica que la mayor parte de los recaudos tributarios será generada por impuestos indirectos. Esto significa que la estructura tributaria colombiana perderá progresividad, no sólo por la reducción en la participación de los impuestos directos, sino por los rasgos de inequidad que afectan a impuestos tan importantes como el IVA, pese al aumento registrado en su cobertura y a los esfuerzos por introducirle progresividad.

### Dinámica del gasto

La actual estructura y dinámica del gasto público nacional, caracterizada por amplias rigideces e incrementos inerciales contribuye a la ampliación del déficit en el mediano plazo. Su manejo se hace complejo dada la dificultad política para ubicar los frentes probables de restricción.

Para analizar las perspectivas futuras de los gastos operativos se debe examinar lo ocurrido durante el período 1990-1994. El total de estos gastos ha evolucionado a muy altas tasas de crecimiento: 31 por ciento en 1991, 42 por ciento en 1992 y 44 por ciento en 1993. En 1994, una proporción superior al 52 por ciento corresponde a transferencias, 25 por ciento a gastos de nómina, 7 por ciento a gastos generales y el restante 16 por ciento a pagos por intereses de la deuda. En términos del PIB, la participación de los gastos operativos crece del 9 por ciento en 1990 al 12,2 por ciento en 1994, es decir, en tres puntos porcentuales del PIB. Más aún, el monto total de estos gastos previsto para 1994 equivale al 102 por ciento de los ingresos corrientes de la Nación.

Los gastos de nómina han crecido en cerca de un punto del PIB en los últimos años, y por funciones se han reacomodado en la forma que se muestra en el Cuadro 3-4. Las proyecciones para los servicios personales realizadas en el presente trabajo eliminan, a partir de 1995, la dinámica anotada y se prevén solamente los ajustes por inflación. Sin embargo, de permanecer la tendencia hasta ahora registrada, el déficit aumentaría en no menos del 0,5 por ciento del PIB.

CUADRO 3-4 DISTRIBUCION DE GASTOS DE NOMINA (Participación Porcentual)		
SECTOR	1990	1994
Legislativo	2,0	2,1
Justicia	24,0	27,8
Seguridad y Orden Público	46,4	47,1
Educación y Salud	10,3	8,3
Otras funciones	17,3	14,7

FUENTE: Presupuesto General de la Nación

Con respecto a los gastos generales se ha configurado una tendencia preocupante que alcanza el 1 por ciento del PIB en 1993. Para el caso de las proyecciones se estima necesaria una reducción de dicha participación al nivel histórico de 0,7 por ciento del PIB. Sin embargo, este corte en la tendencia enfrentaría serias dificultades dadas las crecientes expectativas de los sectores beneficiarios de este gasto.

### **Descentralización**

Las transferencias de la Nación a las entidades territoriales pasarán de 3,4 por ciento del PIB en 1990 a 4,5 por ciento en 1994 y a 6,0 por ciento a finales de la década, por efecto de los acelerados ritmos de expansión determinados por la Constitución y las leyes recientes. Lo cierto es que la Nación pasará de transferir una proporción equivalente al 34 por ciento de sus ingresos corrientes en 1990 a 45 por ciento en el año 2000.

Esta tendencia significa, en la década, una transferencia de dos y medio puntos adicionales del PIB en favor de las entidades territoriales, que de no acompañarse con una reducción equivalente de las responsabilidades en cabeza de la Nación, inevitablemente serán elementos dinamizadores del déficit fiscal.

En términos de inversión, las regiones recibirán un volumen de recursos notoriamente superior al gasto de inversión que efectúa directamente la Nación: si para 1994 se estima una inversión nacional de \$ 1.368 miles de millones, el monto de las transferencias (situado fiscal y participación municipal en ingresos corrientes) ascendería a casi \$ 2.400 miles de millones.

Con la entrada en operación plena de Cusiana, hacia finales de la década, la situación se acentúa en favor de las entidades territoriales. En efecto, para 1997 la inversión efectuada por la Nación ascenderá a \$ 2.500 miles de millones mientras que las transferencias sumarán \$ 7.343 miles de millones, que se descomponen en 42 por ciento de participación municipal en ingresos corrientes y 58% de situado fiscal. Estas proporciones se ampliarán al sumar los recursos a transferir por todo concepto de regalías, los cuales ascenderán a cerca de \$ 800 mil millones de pesos. En 1998 esta última cifra prácticamente se duplicaría y, a partir de entonces, se mantendría en ese nivel.

Todas las cifras anteriores subrayan la enorme importancia que, en el curso del próximo lustro, adquirirán los gastos de las entidades territoriales y la responsabilidad "nacional" que tendrán estas entidades para garantizar la atención de las competencias en materia de servicios de educación, salud, vivienda, servicios públicos, vías locales y desarrollo urbano, entre otras.

Esto corresponde con la transformación institucional que ha experimentado el proceso de toma de decisiones, la asignación de recursos y la determinación de fuentes de financiamiento para la provisión de bienes y servicios públicos,

cuyos efectos empiezan a hacerse evidentes. Se tiende hacia una *territorialización de la gestión pública* acompañada de un refuerzo importante de los recursos fiscales y financieros por la vía de las transferencias, los recursos propios, los subsistemas de crédito y cofinanciación y el esfuerzo de privatización de los servicios públicos.

No obstante, tanto la rapidez de los cambios como la falta de una adecuada planeación de los procesos de asignación y control de estos gastos han dificultado la realización del necesario balance entre recursos y costos de la provisión de los servicios territorializados. Más aún, mientras en el pasado la insuficiencia de recursos fiscales se reflejaba en limitaciones cuantitativas en la oferta pública de los mismos, ahora se han establecido canales que permiten ampliar casi automáticamente las demandas, generando presiones crecientes sobre el déficit del sector público ya no exclusivamente de la Nación sino también de las mismas entidades territoriales.

Así, los cambios introducidos en la organización estatal, y entre ellos la descentralización -con sus aciertos y con sus deficiencias-, han estado acompañados de un reacomodamiento en el esquema de financiamiento, que no ofrece garantía de atender plenamente los nuevos niveles de gasto público. Por esta vía se puede llegar a un desequilibrio fiscal tal, que haría insuficiente aún la disponibilidad de ingresos extraordinarios como los aportados por la explotación de Cusiana.

### **Tendencias del endeudamiento**

En lo corrido de la década se ha registrado una tendencia creciente a la sustitución de deuda pública externa por deuda pública interna<sup>52</sup> /.

La disminución en el saldo de deuda externa se ha compensado con el mayor endeudamiento interno del gobierno, que alcanza a representar 8 puntos del PIB, incluyendo la suscripción por el sector privado de TES, BDSI, Bonos de Ley 55, Bonos Decreto 700, TAC, Títulos de Participación y Certificados de Cambio. Si bien para 1993 se presenta una reducción en esta fuente, en 1994 se presupuestan \$ 1.885 miles de millones de crédito interno, confirmando la tendencia anotada.

De acuerdo con nuestros estimativos, el monto de los requerimientos del gobierno nacional para financiar sus déficits futuros en el mercado interno, desborda la capacidad del mercado para atenderlos sin afectar el nivel de la tasa de interés y las demandas de crédito del sector privado. Por esta razón, el gobierno se verá abocado a financiar una buena parte de sus compromisos con recursos de fuentes externas.

52 A principios de 1992, los incentivos creados por las expectativas de revaluación y las elevadas tasas de interés estimularon la suscripción de deuda pública interna a cargo de activos en el exterior en lo que pareció ser una decisión de recomposición del portafolio del sector privado. Debido a ello, no se afectó el exceso de reservas y, más aún, se incrementaron los costos financieros para el sector público y el privado. Ver: Perry, G., "Políticas de Financiamiento del Sector Público"; y Carrasquilla A., "Financiamiento del Sector Público". Ambos artículos incluidos en: FEDESARROLLO-FESCOL, *Debate de Coyuntura Económica: Políticas de Financiamiento del Sector Público*. No. 28, Bogotá, Julio de 1993.

Sin embargo, para efectos de cálculo del servicio de la deuda en el presente trabajo se asumió que el endeudamiento externo neto es nulo. El costo financiero del rollover del financiamiento *interno* para el resto de la década significaría cerca de 1.6 por ciento del PIB. Con esto, la participación del servicio de la deuda aumenta ligeramente dentro de los compromisos de pago de la Nación, constituyendo un ingreso recibido internamente que afectaría la demanda agregada en el futuro<sup>53</sup> /.

### Déficit del sector público

La tendencia observada en la evolución de la situación financiera del gobierno nacional revela una agudización del déficit, el cual pasaría de 1,3 por ciento del PIB en 1993 -sin el ajuste de la programación macro- a 4,8 por ciento en el año 2000. Esta tendencia se acentuaría muy probablemente en un punto del PIB, si no se cumple con la disciplina anotada frente a la nómina y los gastos generales.

Sin embargo, parte del déficit nacional sería "cubierto" con cargo a los resultados superavitarios de un grupo de entidades del sector descentralizado (Sector Eléctrico, Ecopetrol y Telecom)<sup>54</sup> /, las cuales registrarían un déficit en 1993 (0,2 por ciento del PIB) y hacia el año 2000 presentarían un superávit equivalente a 2,3 por ciento del PIB. Si se suma el Fondo Nacional del Café, esta disponibilidad se disminuiría para la década en un promedio cercano a 0,35 por ciento del PIB.

Con este algoritmo de la programación financiera consolidada, el déficit evolucionaría de 1,8 por ciento del PIB en 1993 al 2,5 por ciento hacia el final del período. Si no se logran los flujos financieros requeridos, el déficit por financiar se situaría, en la práctica, en un 4,8 por ciento del PIB a finales de la década<sup>55</sup> / (Cuadro 3-5).

### El efecto Cusiana

Por efecto de las explotaciones de Cusiana los ingresos corrientes netos de la Nación experimentarían un gran incremento, especialmente desde el año 1997

53 Tanzi, V., Blejer, M.I., and Tejerio, M.O., "The Effects of Inflation on the Measurement of Fiscal Deficits". **Measurement of Fiscal Impact: Methodological Issues**. IMF, Washington, 1988.

54 En las operaciones efectivas del sector público no financiero no se han incluido los resultados correspondientes a la seguridad social por la incertidumbre alrededor de los efectos que provocará la respectiva ley de reforma a la seguridad social. También se excluye el grupo denominado "resto de entidades", que corresponde en gran parte a las empresas de servicios públicos, lo mismo que las entidades locales y regionales, puesto que sus exigencias de recursos para adecuar la infraestructura conducen a efectos aún no muy claros y probablemente no superavitarios.

55 Los autores realizaron un análisis de sensibilidad sobre alteraciones en el PIB y en la tasa de cambio real. Los resultados arrojados muestran que un cambio porcentual en el PIB no altera sustancialmente el nivel del déficit del gobierno central, mientras una revaluación tiene un efecto ligero sobre éste. El mayor impacto sobre el déficit, vía revaluación, se produce en Ecopetrol y en el Fondo Nacional del Café, donde alcanza cerca de medio punto porcentual del PIB.

cuando se llega a la máxima producción del pozo. Como consecuencia, en dicho año, el agregado de ingresos corrientes registraría un crecimiento del 32 por ciento respecto al año inmediatamente anterior, lo cual equivale a un incremento cercano al 2,0 por ciento del PIB.

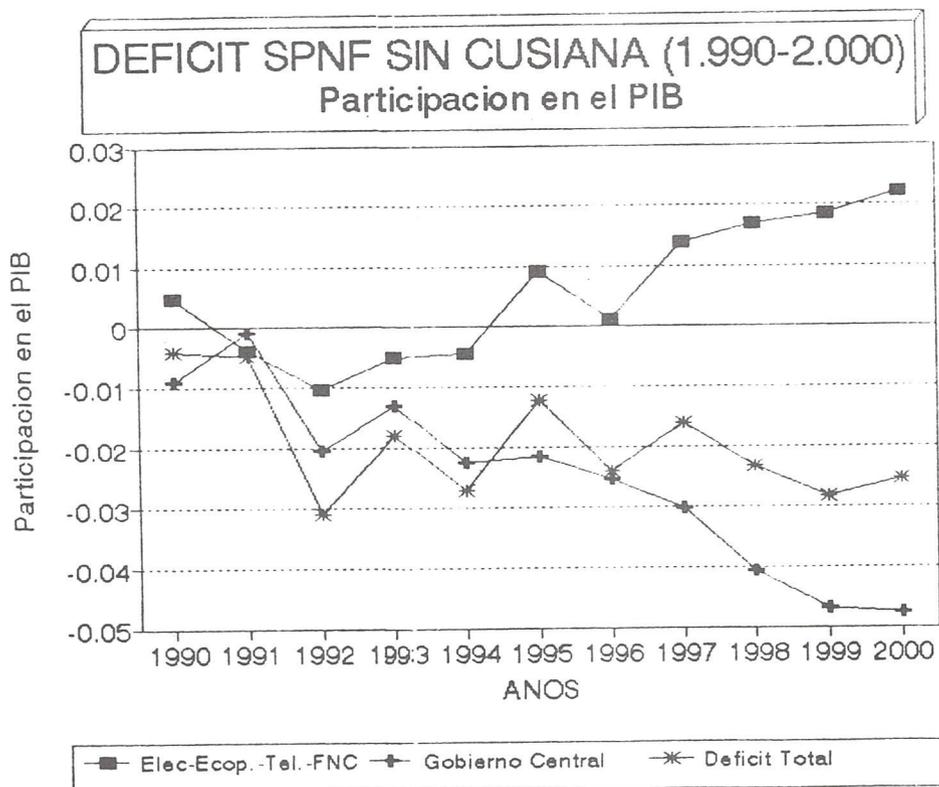
Cuadro 3-5 DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO (Participación % en el PIB)					
AÑOS	TOTAL <sup>1/</sup>		GOBIERNO NACIONAL		PRINCIPALES DESCENTRALI- ZADAS <sup>2/</sup>
	Sin Cusiana	Con Cusiana	Sin Cusiana	Con Cusiana	
1990	- 0,40	- 0,40	- 0,89	- 0,89	0,49
1991	- 0,47	- 0,47	- 0,08	- 0,08	- 0,39
1992	- 3,08	- 3,08	- 2,05	- 2,05	- 1,03
1993	- 1,80	- 1,80	- 1,30	- 1,30	- 0,50
1994	- 2,71	- 2,60	- 2,26	- 2,16	- 0,44
1995	- 1,22	- 0,73	- 2,14	- 1,66	0,93
1996	- 2,40	- 1,80	- 2,53	- 1,93	0,13
1997	- 1,61	- 0,29	- 3,02	- 1,70	1,41
1998	- 2,34	- 0,44	- 4,05	- 2,16	1,72
1999	- 2,81	- 0,69	- 4,68	- 2,55	1,86
2000	- 2,53	- 0,34	- 4,75	- 2,56	2,22

<sup>1/</sup> Se refiere a la suma de gobierno nacional más el subgrupo de entidades descentralizadas aquí consideradas.

<sup>2/</sup> Incluye: Sector Eléctrico, Ecopetrol, Telecom y Fondo Nacional del Café

FUENTE: Cuadros Anexos

GRAFICO 4

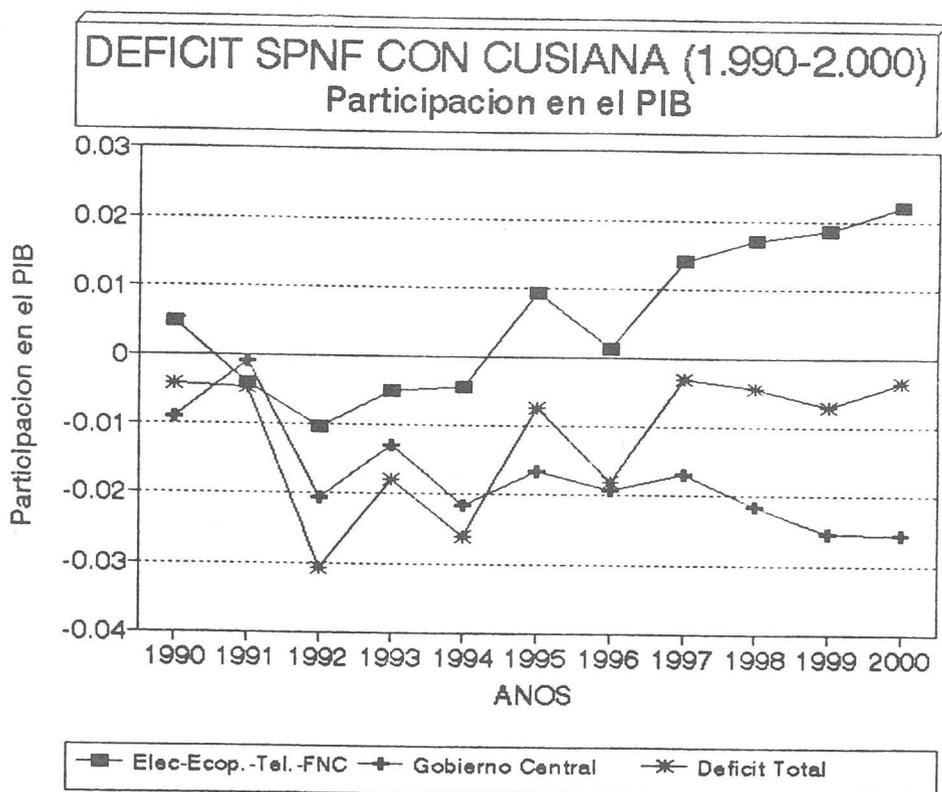


La situación fiscal sin y con Cusiana, hasta el año 2000, puede observarse en el Cuadro 3-5 y en los Gráficos 4 y 5, donde se aprecia el comportamiento del déficit discriminado para tres sectores: consolidado; gobierno nacional; y la suma del grupo de sector eléctrico, Ecopetrol, Telecom y Fondo Nacional del Café.

De manera particular, el impacto de Cusiana afectará los ingresos de la Nación por dos vías: el impuesto a la renta, sobretasa y contribución especial de crudo y el impuesto a las importaciones bajo la responsabilidad de Ecopetrol y las compañías asociadas en la explotación de Cusiana. Adicionalmente, para el caso de Ecopetrol se supone que la Nación se apropiaría del 50 por ciento de sus utilidades, mientras las asociadas tributan el impuesto a las remesas de utilidades.

Por el lado de los gastos, los mayores ingresos de Cusiana entrarán a formar parte de los ingresos corrientes de la Nación y, por tanto, se transferirá a las entidades territoriales la fracción correspondiente al situado fiscal y a la participación municipal en estos ingresos. Esta porción les significaría una mayor disponibilidad de recursos en cerca de 1,0 por ciento del PIB.

GRAFICO 5



Más aún, de la producción obtenida por el contrato de asociación se liquidan las regalías pagadas a la Nación como contraprestación por el agotamiento de un recurso natural presente en el subsuelo de su propiedad. Sin embargo, para la proyección, estos recursos no se contabilizan en el flujo de operaciones del sector público nacional, puesto que constituyen un ingreso destinado directamente a las entidades territoriales productoras y al resto de regiones que participan en el Fondo Nacional de Regalías.

Ahora bien, en términos agregados el impacto Cusiana modificaría el saldo de las operaciones efectivas del gobierno nacional, reduciendo el déficit consolidado a 0,3 por ciento del PIB en 1997 y en los años sucesivos produce efectos similares que mantienen el déficit alrededor de medio punto del PIB. Estos resultados se derivan de los mayores ingresos y de la consecuente reducción de los costos de financiamiento del déficit (Ver Cuadro 3-5).

Al final, lo que se tiene es que el impacto de Cusiana en apariencia ayuda a resolver el problema del déficit del gobierno nacional; sin embargo, al no modificar los factores estructurales que lo producen, distrae la atención respecto de las otras acciones necesarias para corregir dichas tendencias. De esta forma, *queda una estructura de gasto corriente y no productivo cubierta con un activo temporal y no renovable.*

### **Perspectivas fiscales**

En suma, la evolución fiscal de la década está marcada por una gran fuerza inercial en el comportamiento de los gastos del gobierno central, dentro de una estructura financiera cuya característica estructural es arrojar saldos deficitarios crecientes, los cuales son parcialmente mitigados por los excedentes obtenidos por parte de las entidades descentralizadas.

Sin embargo, en vista de que la situación cafetera continuará siendo crítica y que los excedentes generados por el resto de las entidades descentralizadas serán requeridos para el financiamiento de los sectores a los cuales pertenecen, las posibilidades de sufragar con ellos el déficit del gobierno central serán cada vez menores o, por lo menos, su insuficiencia frente al aumento del mismo será creciente.

Se llega, así, a establecer una tendencia crítica, la cual se agravará bajo los efectos de la reforma a la seguridad social y de las necesidades de financiamiento de las entidades territoriales. Aunque formalmente se reduce el déficit, en el sentido horizontal de las cuentas de la programación financiera, ello se logra mediante operaciones que afectan la situación de los sectores aportantes o, al menos, hacen muy volátil el superávit que se espera encontrar en ellos:

- Se afecta el programa futuro de inversión del sector eléctrico;
- No se cuenta con todos los elementos de juicio para evaluar las perspectivas de generación futura de recursos por parte de TELECOM;
- ECOPETROL necesita recursos para acelerar los programas de exploración; y
- Los demás sectores requieren de un margen adecuado para el financiamiento de las inversiones en infraestructura necesarias para la apertura.

Ahora bien, *Cusiana tiende un pesado velo sobre la realidad estructural del déficit fiscal* y genera a su vez dos tipos de problemas: primero, exacerba la tendencia al gasto; y, segundo, consume un activo temporal y no renovable atendiendo los gastos corrientes de la administración. Por lo tanto, al igual que en el caso externo analizado en el capítulo anterior, las tendencias críticas observadas en el campo fiscal y sus soluciones, quedan transitoriamente ocultas gracias a la financiación extraordinaria provista por Cusiana.

La siguiente sección examina las causas subyacentes de este deterioro de las finanzas públicas, así como sus principales implicaciones sobre las perspectivas macroeconómicas del país. Sobre estas bases, en el siguiente capítulo se proponen unas líneas básicas de acción orientadas simultáneamente a lograr la recuperación del balance fiscal y a garantizarle un papel activo a la política fiscal en la consolidación del nuevo modelo de internacionalización.

### 3.3 Análisis de las tendencias del gasto público

#### Desajuste estructural

Las cifras mencionadas muestran un acelerado crecimiento del gasto público en lo corrido de la década. La participación en el PIB de los gastos operativos del gobierno nacional pasa del 9,0 por ciento en 1990 a 12,3 por ciento en 1994 con la perspectiva de incrementarse en por lo menos un punto adicional hacia el año 2000.

Es evidente, así, que la suma de todos los recursos públicos asignados para atender las demandas de la comunidad en los años noventa, se aparta radicalmente de la tendencia histórica del gasto público, que en el pasado reciente se caracterizó por la necesidad de su control y la introducción de mecanismos para su racionalización, en consonancia con la pretendida reducción y reasignación de las funciones del Estado.

En relación con resultados semejantes de observaciones empíricas en países europeos, Wagner ha señalado que la expansión del gasto superior al crecimiento del producto, resulta de la presión por el mayor progreso social que induce recomposiciones entre lo público y lo privado y en especial en la economía pública de los servicios fundamentales. También argumenta que "las restricciones financieras pueden dificultar la expansión de las actividades estatales, provocando que su expansión sea condicionada por los ingresos, en lugar de que sea al revés, como es usual; sin embargo, en el largo plazo, el deseo por desarrollo de una sociedad progresista siempre superará estas dificultades financieras"<sup>56</sup> /.

Al afinar estas hipótesis, Peacock and Wiseman descomponen la observación general hecha por Wagner (el gasto público en cualquier sociedad crecerá a una tasa más rápida que la del producto en dicha economía) en dos efectos: el efecto de desplazamiento y el efecto de concentración<sup>57</sup> /.

En una sociedad estable también lo es la estructura impositiva que, a su vez, define el nivel de gasto. En estas condiciones puede haber una divergencia persistente entre el nivel deseado de gasto público y la limitación que sobre él impone la carga tributaria. Esta divergencia tiende a eliminarse cuando se presentan perturbaciones sociales de gran escala, las cuales crean un *efecto de desplazamiento*, moviendo los ingresos y el gasto público a niveles más altos. Luego, aparece un nuevo concepto de la carga fiscal tolerable y por lo tanto se

56 Wagner, Adolf "three Extracts on Public Finance". In: Musgrave, R. and Peacock, A., *Classics in the Theory of Public Finance*. London MacMillan & Co., 1958, p8.

57 Peacock, A. and Wiseman, J., *The Growth of Public Expenditure in the United Kingdom*. Princeton University Press, Princeton, 1961, pp. xxiii-xxv

puede financiar el nivel de gasto. Asociado a ese desplazamiento, se registra un efecto "inspección", que permite reconocer unas carencias por parte del gobierno y la sociedad, de las cuales no se tenía conciencia: aparecen "nuevos" problemas, funciones o requerimientos que atender.

*El efecto de concentración* hace referencia, a su vez, a la autoridad responsable por el gasto. En muchos países, la preservación de la autonomía local es una realidad política fundamental. Sin embargo, dos factores pueden ir en sentido contrario a la preservación de esa autonomía: de un lado, las características técnicas del servicio son las que definen el nivel competente para su prestación y, del otro, el principio de equidad para atender las demandas de extensas áreas geográficas.

La Colombia de los noventa puede enmarcarse perfectamente en este esquema analítico. El enorme desajuste del gasto corresponde a la suma de tres cambios profundos realizados recientemente en su organización social: la Constitución Política de 1991, el proceso de apertura y la descentralización.

En conjunto, estas "perturbaciones de gran escala" afectan el ordenamiento jurídico-conceptual de la Nación, la estructura productiva del país y la distribución de funciones, competencias y recursos en la estructura política y administrativa. Más aún, como se ha observado en el Capítulo 1, definen un nuevo escenario donde confluyen nuevas fuerzas sociales, creándose nuevas realidades y conflictos y cuyo resultado aún es incierto. Así se ha reconocido por el gobierno, que ha respondido, en últimas, con un nivel más alto de gasto y una mayor presión tributaria, que sin embargo no será suficiente para cubrir todos los nuevos requerimientos generados por estas reformas, aún incluyendo los recursos de Cusiana<sup>58</sup>/.

De otra parte, un balance de la territorialización del gasto, realizado por Fernández y Cifuentes<sup>59</sup>/, muestra que los cambios introducidos en la organización social del país derivados de la Constitución Política de 1991 y de los procesos de modernización y descentralización se han traducido en gasto creciente, mientras que el ritmo de financiamiento evoluciona a una tasa notablemente inferior.

En efecto, se encontró que si bien el esfuerzo tributario de los municipios ha aumentado, su impacto cuantitativo no es importante y, en cualquier forma, es menor a la magnitud y evolución de las transferencias nacionales. En los departamentos, la elasticidad-ingreso de los tributos pasó de 1,1 en el período 1984-1989 a 0,6 entre 1989 y 1991. Por su parte, el crédito para las entidades territoriales se ha incrementado en forma sustancial, pero ante las restricciones

---

58 Este proceso no es nuevo en el país. En un examen del período del 1929-1978, Fernández encuentra tres períodos de rápido crecimiento en el gasto público: 1929-1932, 1958-1962 y 1970-1973, que coinciden con profundos cambios socio-económicos y políticos que confirman los enunciados de Wagner y Peacock. Con seguridad, los años noventa marcan un nuevo período crítico. Fernández D., Eduardo. *State Intervention, Public Finance and Economic Development: The Colombian Case*. Tesis Doctoral. University of Illinois, Mayo, 1983.

59 Fernández D., E. y Cifuentes A., "Territorialización de la Gestión Pública y Déficit Fiscal". FESCOL. Mimeo, Santa Fe de Bogotá, 1993.

en la capacidad de colocación de recursos por la FINDETER se ha desviado hacia créditos comerciales de corto plazo y costos mayores. En cuanto a la cofinanciación, su diseño y aplicación no corresponde con las expectativas que ha suscitado y el monto de recursos disponibles es reducido, tanto en términos absolutos como relativos frente a las demandas de inversión sectorial. En fin, las regalías, que parecían ofrecer una alternativa para subsanar el déficit, en la práctica tampoco aumentarían la bolsa de recursos para la gran mayoría de entidades territoriales debido a su reparto localista y al amarre de su distribución como rentas de destinación específica.

Finalmente, y aunque es temprana la evaluación del proceso, la privatización se ha restringido a sectores como las comunicaciones y el servicio de aseo, sin afectar en mayor medida la calidad y cobertura del conjunto de los servicios públicos domiciliarios.

En conclusión, el proceso de territorialización del gasto que se ha venido adelantando señala una tendencia hacia el desbalance fiscal, que haría aún más crítica la propia del nivel central del Estado. Ello tiene consecuencias sobre el comportamiento de las variables macroeconómicas y abre un gran signo de interrogación al actual proceso de transformación social y económica vigente en el país.

## **DESAJUSTES PROPIOS DE LA TRANSICION**

### **a. Contradicción entre objetivos e instrumentos de política macroeconómica**

Las continuas confrontaciones entre la Junta Directiva del Banco de la República y el Gobierno Nacional se han convertido en tema recurrente para el analista del devenir económico. La divergencia de opiniones, interpretación de hechos y aplicación de medidas, ha llevado a pensar que mientras el Banco reevalúa, el Ministerio gasta, con los consecuentes efectos de descoordinación en los objetivos, incoherencia en las acciones y falta de estabilidad para la economía y para los agentes económicos.

Esta situación se origina en la interpretación exegética que hace la ley del mandato constitucional por medio del cual se le confiere al Banco la responsabilidad por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda y se le asignan las funciones de regular la moneda, los cambios internacionales y el crédito. Con la la norma, asimismo, se dividió el trabajo entre la política fiscal y las demás políticas macroeconómicas y se perdió el balance y compromiso que existía entre los diversos objetivos.

Sólo cuando se comprendan los alcances de la norma y se superen las dificultades propias de la definición de límites en un nuevo marco institucional, o cuando se modifique la norma, se podrá aspirar a una mayor coherencia en la acción gubernamental nacional. Esto será cada vez más crucial en la medida en que el manejo óptimo de Cusiana exigirá una cooperación estrecha entre las

políticas generales y sectoriales, con el fin de asegurar la efectividad del modelo de internacionalización, en busca de un crecimiento económico estable y sostenido<sup>60</sup> /.

### **b. Indisciplina presupuestal**

El presupuesto público, por definición, recoge el forcejeo político, social y económico por la asignación de los recursos públicos bajo la orientación del gobierno hacia propósitos que le ha encargado la comunidad y cuya ejecución debe hacerse eficiente y obligatoria.

Los resultados de este capítulo muestran que la dinámica y las expectativas de cambio social han desbordado las instituciones, normas y procedimientos (CONFIS, Ley 38, Comisión del Gasto, Banco de Proyectos) establecidos precisamente para racionalizar la gestión y la aplicación de los recursos.

En el proceso se ha visto un Congreso atento a convertir en gasto público los infinitos y siempre sentidos requerimientos nacionales, regionales, locales, sectoriales o de funciones públicas. Ello se ha hecho a través del propio presupuesto o con leyes relacionadas con temas particulares: eléctrica, seguridad social, agricultura, competencias, regalías, entre otras. En todas las circunstancias, se olvida en forma sistemática el otro lado de la ecuación fiscal: los recursos para financiarlos. Y ahora, con la bonanza, ese riesgo será mayor, cuando se juzgue que todo nuevo gasto puede ir con cargo a ella.

El gobierno, por su parte, ha cedido crecientemente a la presión anotada y ha debilitado el uso de mecanismos restrictivos de gasto y control, entre ellos, la no definición de usos y fuentes en la ley de presupuesto, la presupuestación y el uso de fuentes inciertas y los crecientes compromisos a futuro con diversas instituciones. Todo ello se ha dado, además, sin discusión pública ni control político que permitan hacer transparentes las prioridades de las peticiones y asignaciones, así como los recursos a emplear en las decisiones adoptadas.

### **c. Efecto pigmalión**

En el período reciente ha hecho carrera la necesidad incuestionable de modernizar las instituciones críticas para el nuevo orden social propuesto: estamentos militares, jueces, orden público, etc. Esto significa una nivelación con las últimas tecnologías, procedimientos e instrumentos de gestión y ayuda a explicar las tendencias del gasto examinadas.

---

60 Sobre este punto véase Lora E., Perry G., y Barrera, F., "La Política Macroeconómica frente a Cusiana". *Cusiana y la economía colombiana en los años noventa*, op. cit. Seminario organizado por el Banco Mundial y el Departamento Nacional de Planeación, Bogotá, Julio de 1993.

Pero el problema no es ese: la orientación y necesidad del gasto es indiscutible. El problema surge cuando se atribuye a lo sofisticado del instrumento la capacidad efectiva de resolver los problemas para los cuales se asigna el recurso. Por ejemplo, un bisturí laser en manos de promotor de salud, no asegura el éxito con el paciente. Dicho esfuerzo por hacerse a la última tecnología, conocido como Pigmalión, asigna recursos crecientes hasta la zona de los rendimientos decrecientes.

A lo anterior se agrega el hecho de que las demás instituciones consideran su función igualmente importante y, por ello, buscan acceder a niveles semejantes de desarrollo tecnológico y administrativo en sus propias áreas. Se genera, entonces, una dinámica acelerada de gasto que se une a las tendencias anteriores o que, en el peor de los casos, cuando no se hace realidad su exigencia, desestimula la gestión con los mecanismos tradicionales.

Por último, cabría recordar que el efecto "inspección" citado por Peacock y Wieseman -reconocer nuevas necesidades y carencias y transformarlas en gastos más claro en las actuales condiciones colombianas de descentralización y modernización, asociadas a las enormes expectativas generadas por los cambios constitucionales.

Sin duda, para ejecutar una política fiscal que evite profundos desequilibrios y garantice la combinación óptima de demandas y recursos, será necesario establecer prioridades claras y precisas, desarrollar la gradualidad en las "modernizaciones" y adoptar mecanismos fuertes de control de la gestión, que permitan atender los nuevos requerimientos según la eficacia y eficiencia de los resultados obtenidos. Lamentablemente, estos factores han sido hasta ahora relegados en la aplicación de la política.

#### **d. Rentas de destinación específica y ruedas sueltas**

Luego de la muerte teórica de las rentas de destinación específica decretada por la Misión Bird-Wiesner y de los notorios avances en su eliminación, hasta llegar a consagrar este propósito en el texto constitucional a fin de flexibilizar el gasto, en la práctica se ha vuelto a intensificar su uso.

El amarre de parte de las rentas a propósitos específicos genera en el largo plazo ineficiencias, pues evade la estimación real de metas, objetivos, costos y evaluaciones. Pero, además, atrae problemas en el sentido de convertirlas en ruedas sueltas, intocables, que conducen al afán de consumir los recursos, no importa si hay o no eficiencia y eficacia en la acción.

No obstante, sigue siendo cierto que la mejor defensa que se puede hacer para el establecimiento de reglas fijas de gasto, es que algunas de ellas pueden

funcionar mejor que una política discrecional incompetente, si éste es el único tipo de política que cabría esperar de los responsables de ella<sup>61</sup>/.

### e. Gasto público y crecimiento

Las conclusiones a las cuales llega Javier Fernández muestran claramente que durante los dos últimos años el gasto público ha desempeñado un papel esencial en el estímulo a la demanda agregada y al crecimiento económico, y en ese sentido han compensado los fuertes desajustes actuales del proceso de apertura<sup>62</sup>/.

En efecto, como sostiene el autor, el crecimiento reciente de la demanda agregada en cerca del 7 por ciento se debió en buena parte a la explosión de los gastos de funcionamiento del gobierno (aumento real del 12,4 por ciento) y en menor grado al aumento de los gastos de inversión (7,4 por ciento real); asimismo, agrega que "usando el modelo macroeconómico de Fedesarrollo presentado en el estudio EMSAF (...) se concluye que si el crecimiento del gasto público hubiera sido 10 puntos menor, difícilmente el crecimiento del PIB habría podido exceder el 1 por ciento"<sup>63</sup>/

El análisis realizado en el presente estudio corrobora lo anterior y prevé la continuación de esta preocupante tendencia hacia el futuro. Se observa el énfasis en el gasto de funcionamiento y, por la vía de ingresos de la burocracia, se estimula el consumo de bienes y servicios básicos y duraderos, que impulsan la demanda agregada. De otro lado, en la medida en que se privilegien las fuentes de endeudamiento interno, por la vía del pago de intereses, también se estimulará el consumo en una cuantía apreciable, tal como se ha dicho anteriormente.

Por último, la llegada de Cusiana quizás será el detonante para la explosión de la demanda agregada. Al ser un ingreso no generado por fuente tributaria y de aplicación plena para sufragar los gastos corrientes, elevará aún más la demanda agregada y, en consecuencia, generará intensas presiones inflacionarias difíciles de controlar en el inmediato futuro.

Aunque el incremento en el gasto público puede sustituir en forma transitoria las posibilidades de crecimiento sustentadas en un desarrollo equilibrado del sector externo, ello no garantiza una senda de crecimiento sostenible. En primer lugar, porque la tendencia deficitaria del sector público estimada perturbaría el funcionamiento del mercado financiero interno y la alternativa de financiamiento externo acrecentaría la tendencia revaluacionista; en segundo lugar, porque la expansión de la demanda agregada, vía importaciones, aceleraría la tendencia deficitaria en la cuenta corriente que, a la par con la pérdida de competitividad de las exportaciones por las presiones inflacionarias, consolidaría las tendencias críticas ya anotadas.

61 Blinder, Alan y Solow, Robert, "Analytical Foundation of Political Fiscal". En: *The Economics of Public Finance*. Studies of Government Finance. Op. cit., p. 45.

62 Fernández, Javier, "Las Complicaciones de la Futura Política Económica". En Asamblea Anual de ANIF, Bogotá, Septiembre de 1993.

63 Ibid

#### 4. UNA PROPUESTA DE ACCION PARA LA INTERNACIONALIZACION, EL BALANCE FISCAL Y LA ESTABILIDAD ECONOMICA

El examen de la situación actual y las tendencias del sector externo y de las finanzas públicas permite dos formas alternativas de aproximación al problema: la primera de ellas, privilegia el análisis agregado de las cifras consolidadas de las cuentas externas y la evolución de los ingresos y gastos públicos, incluyendo los impactos generados por Cusiana. Por esta vía se puede llegar a estimar equilibrios compatibles en los dos sectores y se esperaría que los efectos nocivos de Cusiana encuentren salida mediante el incremento del gasto público. Desde luego, en esta aproximación se hace caso omiso del deterioro consecuente de la actividad productiva, la imposibilidad de prolongar este modelo de crecimiento más allá de la bonanza petrolera y los efectos inequitativos de la posterior etapa de ajuste.

La segunda forma posible, adoptada en este trabajo, acude a *descomponer los elementos determinantes de la evolución de cada uno de los sectores* y, sobre esa desagregación, procede a analizar su comportamiento actual y probable en el futuro inmediato.

En el plano externo, se han mostrado las tendencias conducentes a un fuerte deterioro en el balance comercial que, a su vez, explica la trayectoria deficitaria de la cuenta corriente. Se obtiene, de esta manera, una balanza de pagos insostenible en el futuro, con la consecuente vulnerabilidad en el aparato productivo nacional. Si bien la entrada plena de Cusiana mejora sustancialmente las cuentas, a la vez "mineraliza" las exportaciones, las importaciones consumen el efecto y se "petroliza" la economía. Y esto ocurre porque una política que sólo busque abrirle espacio monetario y cambiarlo a Cusiana, para controlar su impacto inflacionario, provoca una sostenida revaluación de la tasa de cambio real.

En el plano fiscal, se evidencia un mayor nivel del gasto público para atender el "revolcón" institucional, económico y administrativo, con efectos residuales que alimentan una presión continua por mayores erogaciones. Los ingresos, por su parte, muestran una caída drástica debido al agotamiento de la reforma tributaria, además de algunas deficiencias en el recaudo. En conjunto, se desemboca en déficits cuantiosos que suben al 4,8% del PIB hacia el final de la década. Estos déficits se "maquillan" gracias a superávit del sector descentralizado, pero permanecen los desequilibrios estructurales. De nuevo, gracias a Cusiana, se produce un superávit que sería consumido por la consecuente indisciplina fiscal que generaría la bonanza.

Como consecuencia, se podría esperar una reducción significativa en la tasa de inflación pero la tasa de crecimiento promedio del PIB, según Fedesarrollo, sería inferior en 1,5% anual en el período 1993-2000 al caso sin Cusiana<sup>64</sup>.

---

64 Ibid.

Así, con los profundos desajustes externos y fiscales que resultan de la tendencia observada, la economía consumiría los recursos que aporta Cusiana y, luego de la bonanza, quedaría un aparato productivo en extremo debilitado, con tasas esperadas de crecimiento muy bajas y con la obligación de realizar costosos y cuantiosos ajustes. Sería, en fin, una década perdida. Y un proceso de transición sin mucho futuro.

#### 4.1. Por un sector externo dinámico

Según se ha visto, el proceso de apertura adoptado hasta el momento tiene un claro sesgo importador que en condiciones normales acarrearía, como tendencia, serias consecuencias sobre las cuentas del sector externo y el deterioro en la competitividad de los bienes transables. De continuar, se llegaría en el mediano plazo a una situación de "insostenibilidad" de la balanza de pagos con la crisis y costos sociales consecuentes prescritos en otras economías. De otra parte, la revisión de las experiencias de estabilización de otros países y de enfoques analíticos que pueden ser aplicables al caso colombiano indican que puede darse lugar a la aparición en el mediano plazo de profundas crisis para el sector externo, la producción y el empleo, una vez culmine la bonanza, y de una probable relajación de la disciplina fiscal.

En este contexto, el resultado de políticas de estabilización orientadas a abrirle espacio a Cusiana implican que *el desbalance en la cuenta de comercio no-petrolera sería tal que consumiría los recursos de Cusiana*. Con ello, además, se ocultarían y postergarían los imprescindibles reajustes en las políticas. Pero, además, se podría estimular un nivel de salario real y de ingreso subsidiado, dependiendo de las políticas que se apliquen y de la forma en que el gobierno decida ahorrar o transferir el mayor ingreso fiscal a los agentes económicos y como estos tomen sus decisiones. Bajo estas hipótesis, se produciría un cambio drástico en la estructura productiva nacional, con un desplazamiento de la producción de transables hacia la de no transables, conducente a debilitar el desarrollo de la industria, la agricultura y las exportaciones no-petroleras.

Nótese el resultado paradójico de las tendencias analizadas: una política de estabilización dirigida a "abrirle espacio monetario y cambiario" a Cusiana, con el fin de prevenir o atenuar los efectos de la enfermedad holandesa, termina en la práctica generándole a la economía todas las características de la enfermedad holandesa. El aparente equilibrio alcanzado en la cuenta corriente, esconde un profundo desequilibrio para las actividades económicas no-petroleras. En el mediano plazo el efecto perverso se acentúa, en la medida en que el agudo deterioro de la balanza comercial no-petrolera hace inevitable una crisis del sector externo, una vez el efecto de la bonanza ha pasado.

Desde luego, frente a estas perspectivas corresponde actuar en tres campos básicos: modificar la tendencia crítica actual, evitar el consumo

inadecuado de los recursos de Cusiana y garantizar, sobre esas bases, los impactos positivos que sobre la producción y el empleo genera un proceso integral de internacionalización de la economía.

La orientación de la economía por esta senda tiene necesariamente que considerar el manejo de la tasa real de cambio hacia el futuro, el uso de los excedentes generados por Cusiana y la adopción de otras políticas que apoyen la competitividad. Tal como surge del modelo analítico que se ha expuesto, se requiere también adoptar medidas orientadas a fortalecer el ahorro público y privado, desindizar la formación de precios y salarios y moderar las presiones de gasto agregado.

Frente a la costosa opción de garantizar un marco estable mediante la revaluación real de la tasa de cambio, las decisiones a este respecto deberán conducir a recuperar el equilibrio de la tasa de cambio real. El Cuadro 4-4 y los Gráficos 6 y 7 presentan las *tendencias globales* que arrojaría un *escenario alto* de proyección, que asume la aplicación de las políticas tendientes a promover y consolidar el modelo de internacionalización de la economía. Se incluye, en particular, una tasa de cambio real constante y una tasa de crecimiento económico más alto.

En este escenario, se resalta la más alta dinámica y el mayor peso relativo en el PIB que ganarían las exportaciones no tradicionales; asimismo, el crecimiento de las importaciones sería más moderado que en la proyección baja. Como resultado, serían mucho menores los desequilibrios en la balanza comercial de las actividades no-petroleras. Para los últimos años de la década podrían generarse superávits en cuenta corriente cercanos al 1% del PIB y -dependiendo del manejo y los resultados de la cuenta de capital- las reservas internacionales podrían terminar, como porcentaje del PIB, con un saldo semejante al hoy existente<sup>65</sup> /.

El manejo de los recursos de Cusiana deberá basarse en un cuidadoso proceso de ahorro-inversión que, a la vez que toma en cuenta la capacidad de inversión productiva del sector público, permite regular y extender en el tiempo el impacto sobre la demanda y la producción, mediante el diseño de un fondo de estabilización y ahorro en el exterior. El enfoque analítico provisto por Bruno y

65 Debe observarse, sin embargo, que este "escenario alto" está afectado por las condiciones actuales de evolución frente a las que se proyectaban originalmente en el modelo de apertura gradual, por lo cual arroja un déficit promedio anual en cuenta corriente -sin Cusiana- del 3,7% del PIB en la segunda mitad de la década, en comparación con el nivel de 1 por ciento que se juzgaba se daría después del reajuste de los primeros años. Cabe destacar, entre los factores que explican la nueva situación más deficitaria, los siguientes: la revaluación de la tasa de cambio; el estancamiento no previsto en las exportaciones; la aceleración de la apertura, que impulsó las importaciones sin dar tiempo a la readecuación de los sectores de bienes exportables; y la alta expansión actual y proyectada del gasto público. La suma de estos factores ha modificado la trayectoria, el cronograma y los resultados esperados por el programa de apertura y no es posible recuperar las condiciones iniciales simplemente retornando la tasa de cambio real a sus niveles de equilibrio, por la operación del denominado problema de "histéresis". Véase Krugman, Paul, *Inestabilidad de la Tasa de Cambio*, Editorial Norma, Bogotá, 1991, p. 55 y ss.

Cuadro 4-4  
**CUENTA CORRIENTE Y BALANZA COMERCIAL 1990-2000**  
**PROYECCION ESCENARIO ALTO**  
 (Participación porcentual en el PIB)

AÑOS	CUENTA CORRIENTE		BALANZA COMERCIAL		
	Con Cusiana	Sin Cusiana	Con Cusiana	Sin Cusiana	Cusiana
1990	1,5	1,5	5,5	5,5	-
1991	5,6	5,6	7,1	7,1	-
1992	1,8	1,8	2,7	2,7	-
1993	- 2,0	- 1,8	- 1,3	- 1,0	- 0,3
1994	- 3,0	- 2,4	- 1,3	- 0,7	- 0,6
1995	- 1,8	- 2,7	0,1	- 0,8	0,9
1996	- 2,4	- 2,8	- 0,9	- 1,3	0,4
1997	- 0,7	- 3,5	1,2	- 1,6	2,8
1998	0,8	- 4,3	3,1	- 1,9	5,0
1999	0,7	- 4,1	2,6	- 2,1	4,8
2000	0,7	- 3,8	2,3	- 2,2	4,5

FUENTE: Cuadro ANEXO II

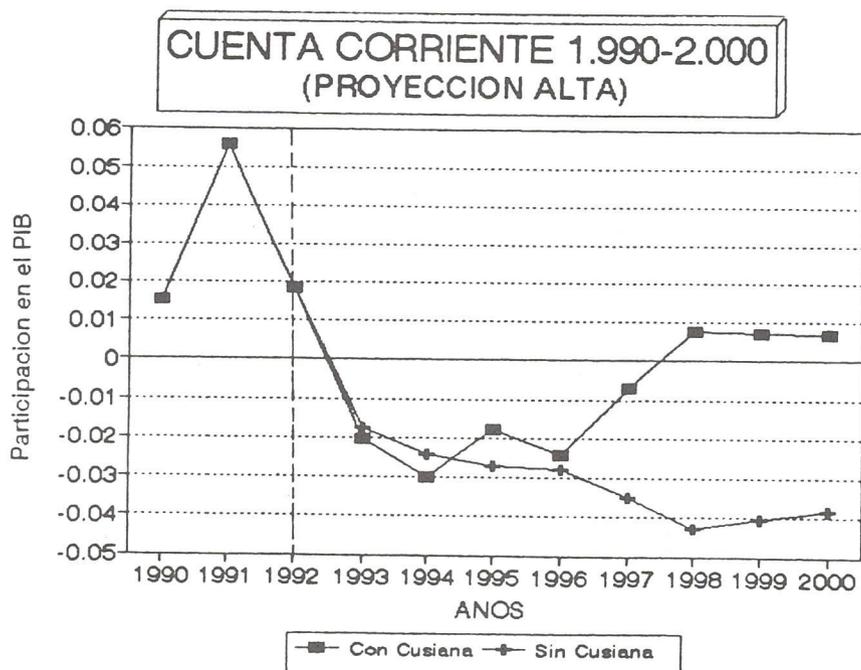
Sachs destaca, por ejemplo, las bondades de transformar el recurso temporal en una anualidad equivalente<sup>66</sup>. Con ello se atenuaría la magnitud del impacto inicial y se incorporaría la percepción de un ingreso permanente en la mayoría de los beneficiados.

Algunas de las propuestas efectuadas en el Seminario sobre Cusiana coinciden, precisamente, en la necesidad de realizar un manejo alternativo de buena parte de los recursos de Cusiana, bien sea bajo la forma de prepago de deuda externa, de su conversión en una anualidad permanente o de la constitución de un fondo de ahorro y estabilización en el exterior: sus recursos no entran a formar parte de las reservas internacionales y su utilización se programa en un horizonte más amplio y en función de tanto de la declinación de la bonanza como del impacto y la rentabilidad de las inversiones<sup>67</sup>.

66 Op.cit. Los artículos revisados sobre el tema llegan a conclusiones similares.

67 Lora, e., Perry, G. y Barrera, F., "La Política Macroeconómica frente a Cusiana", op. cit. p.22 y ss.; y D.N.P., El petróleo de Cusiana, las perspectivas y la política económica:, op. cit. pp.26-27.

GRAFICO 6



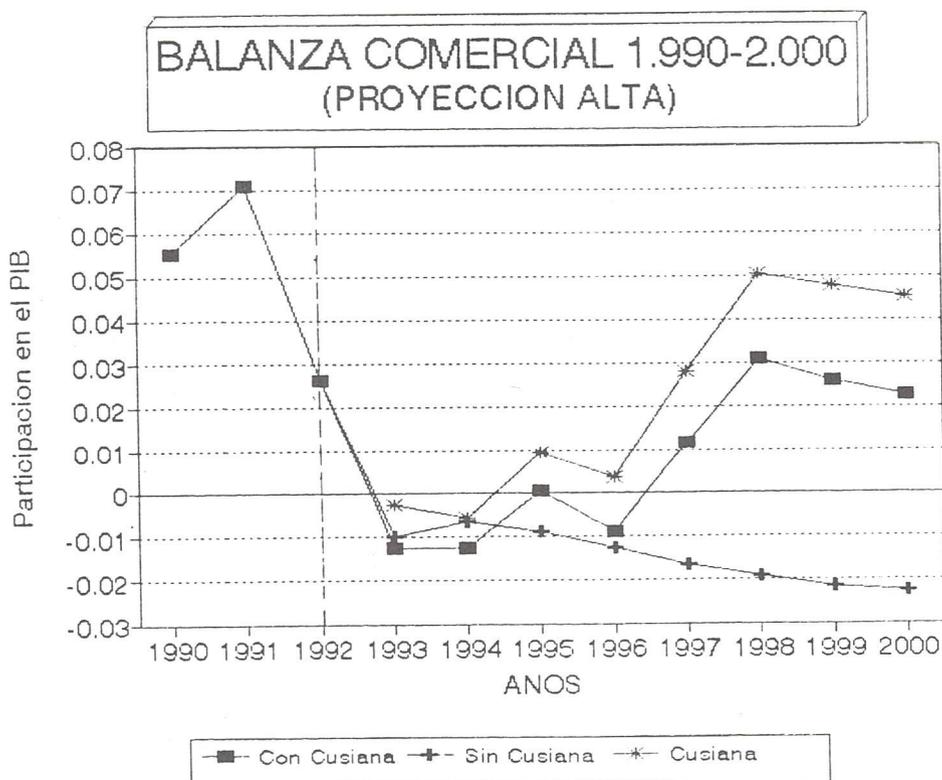
Las situaciones de cuenta corriente y de reservas que arroja el "escenario alto" para la segunda mitad de la década, por ejemplo, harían viable un ahorro externo promedio equivalente al 2 por ciento anual del PIB. En todo caso, el criterio es evitar el efecto negativo de estos recursos sobre la tasa de cambio, la demanda agregada y la disciplina fiscal y, con ello, asegurar tasas de crecimiento económico sostenidas y superiores al 5 por ciento.

En el campo de la consolidación del nuevo modelo de internacionalización, el país requiere invertir esfuerzos y recursos sustanciales en el frente de la reconversión del sector productivo, la competitividad y la productividad. El ejemplo tradicional es el de los "dragones" orientales, que muestran hoy en día no sólo participaciones notables de las exportaciones en el PIB sino altos niveles de vida.

Para dicho caso es importante resaltar la activa participación del Estado en términos de la estabilidad macroeconómica provista, el estímulo concedido al ahorro público y privado, la disciplina fiscal establecida y el apoyo indirecto y directo al despegue y consolidación de un sector exportador diversificado. Para el caso colombiano, existen los recursos y los campos de acción para robustecer el proceso de modernización económica e institucional.

Además de áreas de tanto impacto sobre la productividad como son la inversión en capital humano, en ciencia y tecnología y en reconversión industrial, el punto neurálgico para la internacionalización de la economía es la provisión de una infraestructura de transporte y comunicaciones competitiva a niveles inter-

GRAFICO 7



nacionales. El país ha realizado grandes esfuerzos cualitativos y cuantitativos en este frente<sup>68</sup>, pero se requieren aún más para eliminar los amplios rezagos y los sobrecostos a la producción en un porcentaje de cerca del 12.4 por ciento, debido al precario estado actual de la infraestructura física del país.

Las demandas de gasto público asociadas a esta propuesta de adecuación de la infraestructura social, tecnológica y física, llevan a considerar un tercer aspecto en la formulación de una política económica en el mediano plazo, como es el manejo de la situación fiscal actual y sus perspectivas futuras. Sin duda, buena parte del éxito que logre el país en atacar y desmontar los efectos perversos -los derivados de la apertura actual y los asociados con el manejo de la bonanza petrolera- y en asegurar la viabilidad para el uso productivo de estos recursos, dependerá de una política y un comportamiento fiscal y financiero armónico y complementario con el esfuerzo de internacionalización de la economía.

68 Montenegro, Armando, "Infraestructura nacional y competitividad internacional". *Estrategia Económica y Financiera*. Bogotá, Octubre 1993, pp.23-29.

## 4.2. Una política fiscal para la estabilidad y el crecimiento

El reto para la política fiscal en los próximos años consistirá, en conjunto con las demás políticas macroeconómicas, en sostener un escenario económico estable que asegure la modificación de la tendencia crítica del sector externo, con el fin de consolidar el proceso de internacionalización de la economía. En particular, se debe definir un manejo de los ingresos y gastos públicos en forma tal que el déficit fiscal resultante armonice con la política de control de la inflación y con el mantenimiento de la tasa de cambio en niveles que, a su vez, garanticen el desarrollo y diversificación de las exportaciones. Dicha propuesta debe atender de manera especial los siguientes aspectos fundamentales:

1. Resolver el desbalance fiscal creado por el desplazamiento del gasto en este período. Según la "ley de Wagner", la creciente expansión de las actividades del Estado debe traducirse en la consecuente expansión de los recaudos fiscales.
2. Definir y consolidar, en el marco del proceso de autonomía y descentralización, las prioridades respecto al monto y destino de los recursos en dos vías: entre el sector social y el productivo y entre el nivel nacional y territorial, conformando un esquema claro de responsabilidades y funciones para el próximo futuro.
3. Evaluar los procesos de modernización de la gestión estatal a la luz del uso eficaz y eficiente de los recursos públicos.

### El efecto Wagner

Evidentemente, el gasto resultante de las transformaciones acaecidas en el país durante los últimos años, ha sido mayor que los ingresos públicos generados para su financiación. La permanencia de este desbalance tiene efectos directos sobre la inflación e indirectos sobre la revaluación.

Los efectos negativos sobre la economía, vía revaluación, se agudizan con la entrada de Cusiana y su asignación para financiar el gasto corriente. Y, a la par, se pierde la oportunidad para hacer un uso productivo de estos recursos temporales y no renovables.

Entonces, resulta imprescindible *recuperar la disciplina fiscal*, financiando los gastos corrientes con los recursos tributarios. Las estimaciones indican que si a comienzos de la década los ingresos y gastos públicos eran semejantes como proporción del PIB (alrededor del 9 por ciento), para 1994 oscilan en el 12 por ciento pero a partir de allí y hasta el año 2000 los ingresos pierden 1,3 por ciento mientras los gastos aumentan a 13,4 por ciento.

El conjunto de acciones que aseguran el balance fiscal del gobierno nacional deben empezar a producir sus efectos a partir de 1997, año en el cual el déficit es de 3 por ciento del PIB. De otra manera, la acumulación del problema y la magnitud del esfuerzo harían necesario, posteriormente, un ajuste no posible dentro del marco de abundancia financiera de Cusiana.

En este orden de ideas, se precisaría adelantar una reforma tributaria que, a partir de 1997, genere recursos corrientes por 2,5 por ciento del PIB. Dada la transferencia automática a las entidades territoriales, de estos recursos sólo 1,4 por ciento del PIB quedaría a disposición del gobierno nacional para cubrir el déficit. Una vez aplicada esta reforma, el déficit de la Nación se reduciría a un nivel del 1 por ciento del PIB, incluyendo los efectos sobre los menores requerimientos financieros; este déficit sería compatible con un panorama macroeconómico estable.

De otro lado, la Nación requiere invertir por lo menos un punto del PIB en los programas de apoyo a la internacionalización. Posiblemente la opción más adecuada sería financiar dicho monto con parte de los recursos de Cusiana, de los cuales de nuevo habría que descontar para transferir a las regiones un 0,42 por ciento del PIB. Así entonces, la suma de la reforma tributaria más estos recursos les generarían automáticamente a las regiones ingresos adicionales equivalentes al 1,5 por ciento del PIB. Surge de este hecho, en forma nítida, que para mantener la estabilidad financiera, el esfuerzo adicional de inversión tiene que compartirse entre la Nación y las regiones, en forma tal que la recomposición de la inversión de la Nación y los recursos regionales adicionales financien en su conjunto ese 1 por ciento adicional.

A partir de 1998 se requiere, además, garantizar la permanencia de las sobretasas de los 2 puntos del IVA establecidos por la reforma tributaria de 1992, para lograr en adelante conservar un déficit del orden del 1 por ciento del PIB. Igualmente, de los recursos generados por Cusiana se podrían utilizar internamente dos puntos del PIB, de los cuales un punto sería de la Nación e iría, de nuevo, a atender los gastos de inversión bajo un esquema similar al mencionado arriba.

### **Definición del monto y destino de los recursos**

La descentralización, además de constituir una tendencia universal de organización estatal que busca mayor agilidad y eficiencia, inevitablemente ha revestido un carácter de herramienta racionalizadora de gasto para la administración nacional central.

Sin embargo, en el proceso colombiano, la necesidad de saldar cuentas acumuladas en la prestación de los servicios así como el estado crítico de las coberturas y calidades de los mismos, ha llevado a la Nación a continuar sufragando algunos gastos que se suponen deberían ser asumidos por las entidades territoriales.

Se ha supuesto, también, que la descentralización resuelve los viejos problemas de gestión de los servicios y de mejora de la eficiencia y que, con los mayores recursos asignados, se podrá elevar la cobertura y mejorar la calidad. Como se ha señalado en un capítulo anterior, no se cuenta con ninguna evidencia empírica que vincule de manera inmediata descentralización con eficiencia.

En concordancia se ha diseñado un mecanismo automático de transferencia de recursos el cual hace imposible establecer la necesaria correspondencia con la redistribución de competencias y hace enormemente costosa la financiación de las actividades del Estado de carácter nacional.

Por las tres razones anteriores, la descentralización, antes que servir de elemento racionalizador de gasto hacia el final de la década, puede introducir elementos de vulnerabilidad y desequilibrio adicionales para el manejo de las finanzas públicas en los próximos años.

Si bien la Ley 60 de 1993 ha definido formalmente una distribución clara de competencias y recursos, es necesario aún un gran esfuerzo para asegurar que principios esenciales en la provisión de los servicios, como el principio de equidad, se incorporen directamente en el traslado efectivo de los recursos y las responsabilidades.

Esta situación pone de manifiesto la urgencia de ordenar el proceso de asignación de los recursos territorializados, ajustar el esquema financiero que lo acompaña y, a la par, garantizar la ejecución eficaz, eficiente y transparente de los gastos por las entidades territoriales. Más aún, frente a los requerimientos que impone, por una parte, el nuevo modelo de desarrollo de la economía, y por otra parte, la provisión universal de los bienes y servicios públicos básicos, se hace necesario el diseño de un esquema de prioridades que bajo criterios de máxima rentabilidad social y productiva asegure la asignación correcta del gasto público durante el resto de la década.

En particular, la internacionalización de la economía es un propósito nacional y como tal demanda una atención significativa de recursos por parte de la Nación. De otro lado, la provisión de los bienes y servicios públicos queda bajo la responsabilidad directa de las entidades territoriales, al hacerse realidad el modelo de descentralización política y administrativa, así como la transferencia de cuantiosos y crecientes recursos fiscales del nivel central a los departamentos y municipios.

Así, tanto el nivel nacional como el territorial están seriamente comprometidos con la apertura y la descentralización y, para efectos prácticos, el diseño de prioridades no sólo se produce a nivel social y productivo, sino que también incorpora las responsabilidades de cada nivel, según su competencia, sus posibilidades financieras y su capacidad institucional. Estos diferentes campos de acción abren, a su vez, nuevos escenarios de cooperación y

coordinación entre la Nación y las regiones en orden a maximizar el impacto económico y social en el uso de los recursos públicos.

### **Modernización y mejoramiento de la gestión pública**

Para asegurar el uso eficiente y eficaz de los recursos, el gobierno ha impulsado dos procesos generales: modernización de las entidades del Estado y racionalización de la gestión pública. Sin cuestionar las bondades de estos procesos, en un primer análisis se detecta la necesidad de introducir ajustes que permitan el cumplimiento de los propósitos distributivos y de equidad de la política fiscal.

La modernización de las entidades del Estado es un esfuerzo por ajustar la estructura administrativa y los procedimientos en consonancia con los cambios estructurales que experimenta el país, a la vez que se le asigna al mercado una función más activa como instrumento que oriente las decisiones, en los casos en que la intervención del Estado se considere ineficaz o en actividades que pueden ser cumplidas con mayor propiedad por el sector privado.

Este proceso descansa sobre tres elementos: la eliminación de entidades y las funciones que éstas cumplían para que sean asumidas por el mercado; el apoyo con gasto a funciones públicas esenciales; y el mejoramiento en la provisión y gestión de los servicios públicos, donde el mercado nuevamente tiene un espacio, creado incluso por la Constitución.

Frente al primer elemento, las acciones hasta ahora distan de ser sustanciales y parecerían más un deseo ideológico que una realidad. Se ha avanzado con presteza en la liquidación de un número importante de empleados públicos pero con dificultad en el diseño y aplicación de mecanismos alternativos para asegurar una mayor y mejor oferta de los respectivos servicios.

Con respecto al segundo elemento, como se ha dicho, reina una confusión entre la especialización del instrumento con la eficacia para resolver los conflictos. Como resultado, se produce una expansión del gasto sin que ello se traduzca necesariamente en resultados. Por tal motivo, es necesario fortalecer los procedimientos de control y evaluación para asignar los recursos en función de metas y resultados previamente programados.

Pero quizás el asunto básico de la modernización estatal es el de lograr la cobertura universal en los servicios básicos y su prestación eficiente, como uno de los propósitos cruciales de la política fiscal. En esta perspectiva es necesario enfatizar en los límites que enfrenta la privatización de los servicios frente a un contexto como el que registran la mayoría de municipios y usuarios del país.

En efecto, una opción privada no es suficiente para enfrentar los seculares problemas de cobertura e incrementar sustancialmente la oferta, precisamente cuando se refiere a los segmentos de más altos costos y menor rentabilidad esperada, como es frecuente en las zonas pobres de las grandes ciudades, en los pequeños y medianos municipios y en las áreas rurales.

Además, porque la multiplicidad de objetivos con que se ha cargado a las empresas (eficiencia y equidad) no desaparece automáticamente cuando el sector privado asume su prestación ni el costo de suministro necesariamente disminuye frente al caso de una empresa pública eficiente. Por tanto, la transferencia al sector privado de los derechos sociales de las empresas públicas no resuelve *per-se* las limitaciones de los grupos de menores ingresos al acceso a los bienes y servicios básicos, ni por sí misma genera mayor competencia o mejor calidad.

El problema radica, entonces, en resolver los factores estructurales que acompañan esa situación y frente a los cuales deberían orientarse los esfuerzos gubernamentales y legislativos. El propósito de atraer la capacidad e interés del sector privado para atender los problemas de cobertura y calidad de los bienes y servicios sociales no puede perder de vista las responsabilidades sociales del Estado, reiteradas en la carta constitucional.

Se trata, entonces, de rescatar la intervención eficiente del Estado, de evaluar las circunstancias en las cuales las fallas del mercado justifican y hacen necesaria la presencia pública y de asegurar que en los casos de participación de la iniciativa privada se generen las condiciones para una mayor competencia y regulación, frente a las prácticas de dominio de los mercados. Asimismo, se precisa introducir normas y mecanismos de regulación y gestión que acerquen las empresas públicas a criterios privados, pero respetando el criterio de servicio público.

### **El rumbo de la política fiscal**

La evolución reciente de la política fiscal colombiana en sus dimensiones operativas básicas muestra las siguientes tendencias:

- El incremento y recomposición del gasto público nacional de acuerdo con el nuevo rol del Estado y sus responsabilidades derivadas de los procesos de reforma constitucional, la descentralización y la apertura.
- El esfuerzo creciente por territorializar la gestión estatal asignando mayores competencias y recursos a las regiones para la provisión de bienes y servicios públicos.
- El recurrente uso del gasto público como dinamizador de la demanda agregada, para compensar los actuales desequilibrios de la apertura y sostener niveles aceptables de producción y empleo.

Estas tendencias se sintetizan en un déficit cuya proyección hacia el futuro, además de insostenible, amenaza con consumir los recursos de Cusiana y arriesga el proceso de internacionalización de la economía. Con todo, el énfasis puesto en estas tendencias no apunta a cuestionar el papel activo que debe desempeñar la política fiscal en el propósito de fortalecer el desarrollo integral de la sociedad, garantizar el bienestar de la comunidad y promover las condiciones para un proceso acelerado y equitativo de crecimiento.

Se trata es de diseñar y ejecutar una política fiscal que sea estable y sostenible. No sólo la expansión del gasto ha sido desodernada, sin claras prioridades, sino que también falta adelantar esfuerzos sustanciales para mejorar su eficiencia y eficacia, de cara a metas de cobertura y calidad generalizada en los servicios públicos y con esquemas financieros adecuados que permitan que su provisión llegue efectivamente a los grupos más pobres de la sociedad.

En este sentido, la descentralización y los procesos de privatización y modernización muestran avances importantes pero sus resultados aún son inciertos. Quizás la carga ideológica que los acompaña y el exceso de atributos asignados aún por comprobar, pueden actuar como limitantes para el logro de esos objetivos. Así, antes de continuar con estos procesos será necesario evaluar los logros obtenidos, sus costos, dificultades y posibilidades prácticas con el propósito de imprimirles mayor coherencia y eficacia.

### 4.3 Coordinación de la política macroeconómica

Para lograr la internacionalización de la economía en un ambiente de estabilidad interna se requiere una política macroeconómica coordinada que atienda eficazmente los dos propósitos.

En este sentido vale la pena citar en extenso un argumento de Vito Tanzi. Según este autor, si bien "en el pasado se pensaba que en un momento dado un país debía orientar su política hacia uno de estos objetivos (estabilización o crecimiento), el criterio predominante hoy en día es que es insensato separarlos. Los programas de estabilización deben prestar atención al crecimiento para asegurarse de que ella no se logra a costa del estancamiento económico. La política de crecimiento debe prestar atención a la estabilidad para asegurarse de que la búsqueda del crecimiento no es derrotada por una inflación excesiva o por presiones del sector externo como ha ocurrido en varios casos en años recientes (...) Para alcanzar la estabilización con crecimiento se requiere complementar las políticas de demanda con políticas orientadas a incrementar el producto"<sup>69</sup>/.

---

69 tanzi, Vito, "Fiscal Policy, Growth and The Design of Stabilization Programs". En: **Fiscal Policy, Stabilization and Growth In developing Countries**. Edited By Mario Blejer and Ke-Young Chu. International Monetary Found, september 1989, p. 15.

En el aspecto institucional -tal como lo ordena la Constitución- se requiere adoptar los mecanismos que aseguren que las funciones de la Junta Directiva del Banco de la República se ejerzan "en coordinación con la política económica general", con el propósito de lograr que la política macroeconómica atienda integralmente el proceso de internacionalización de la economía en un marco de estabilidad de precios. Si ello no es posible bajo el marco legal hoy existente, será necesario proceder a reformar la ley del Banco.

En el campo de las acciones de política, la propuesta de manejo coordinado implica lo siguiente:

(1) En el frente externo la estabilización exige ahorrar parte de Cusiana, bien sea prepagando deuda o colocando los recursos en un fondo en el exterior, que se utilicen luego en forma gradual a fin de hacer permanentes los efectos sobre la producción y la demanda agregada; y el crecimiento económico requiere recuperar el equilibrio en la tasa de cambio real y el incremento en la productividad y competitividad de la economía.

De acuerdo con las proyecciones realizadas en el "escenario alto", el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos sería de -1,5 por ciento del PIB en 1997, una vez el conjunto de entidades nacionales y regionales correspondientes ha ahorrado en el exterior 1 punto del PIB con cargo a Cusiana. A partir de 1998, el equivalente a dos y medio puntos del PIB de los recursos generados por Cusiana se mantendrían ahorrados en el exterior.

(2) En el frente fiscal, tal como se propuso, se requiere, igualmente, el ahorro de una parte de los recursos de Cusiana, acompañado de un mayor esfuerzo fiscal y del incremento en las inversiones requeridas para consolidar la internacionalización de la economía.

En suma, los recursos de Cusiana se destinarían en parte a financiar esta inversión y en la otra parte a la constitución de un fondo en el exterior, tal como ha sido sugerido aquí y propuesto por varias entidades y diversos investigadores, en la perspectiva de convertir en permanentes y benéficos los impactos de Cusiana sobre el desarrollo económico del país.

En el sector externo, como consecuencia de la reforma tributaria y de una utilización eficiente de Cusiana, mejoraría la situación en las cuentas de la balanza de pagos. En este contexto se iniciaría el tránsito hacia el "escenario alto", que es en últimas la trayectoria requerida para hacer realidad el proceso de internacionalización de la economía.

Sin duda, los esfuerzos de manejo de la política fiscal y externa bajo la perspectiva anotada, y contando con la utilización eficiente y productiva de los recursos que generará Cusiana, tendrán que repercutir en mejores y mayores garantías para consolidar el nuevo modelo de desarrollo por el cual hoy transita el país en medio de enormes dificultades y desequilibrios. Así, se contribuirá a la expansión de la economía, pero también a la construcción de bases más sólidas para la integración y modernización social del país y para el desarrollo eficaz de las funciones sociales y económicas encomendadas al Estado.

## CUADROS ANEXOS

ANEXO I							
BALANZA DE PAGOS 1993-2000							
(Millones de US\$)							
	1993	1994		1995		1996	
		BAJA	ALTA	BAJA	ALTA	BAJA	ALTA
CUENTA CORRIENTE CON CUSIANA	- 1.158	- 2.043	- 1.877	- 1.534	- 1.212	- 2.339	- 1.778
CUENTA CORRIENTE SIN CUSIANA	- 1.006	- 1.673	- 1.507	- 2.170	- 1.848	- 2.617	- 2.056
BALANZA COMERCIAL CON CUSIANA	- 727	- 948	- 783	- 282	39	- 1.211	- 649
BALANZA COMERCIAL SIN CUSIANA	- 575	- 578	- 413	- 918	- 597	- 1.489	- 927
BALANZA COMERCIAL CUSIANA	- 152	- 370	- 370	636	636	278	278
1. Exportaciones FOB	7.555	8.609	8.775	9.919	10.330	10.569	11.331
Café	1.119	1.192	1.192	1.259	1.259	1.316	1.316
Petróleo y derivados	1.494	1.975	1.975	2.075	2.075	1.938	1.938
* Cusiana	66	156	156	857	857	1.080	1.080
Carbón	516	559	559	605	605	681	681
Ferróniquel	130	137	137	144	144	151	151
Oro	330	348	348	367	367	388	388
No Tradicionales	3.900	4.241	4.407	4.612	5.024	5.016	5.778
2. Importaciones FOB	8.282	9.558	9.558	10.201	10.291	11.780	11.980
Bienes de Consumo	1.498	1.678	1.678	1.854	1.871	2.039	2.077
Bienes Intermedios	3.637	4.073	4.073	4.501	4.542	4.951	5.042
Bienes de Capital	2.929	3.281	3.281	3.625	3.658	3.987	4.060
* Bienes Cusiana	218	526	526	221	221	802	802
SERVICIOS	- 1.630	- 2.055	- 2.055	- 2.283	- 2.283	- 2.234	- 2.234
TRANSFERENCIAS	1.200	961	961	1.031	1.031	1.106	1.106
CUENTA DE CAPITAL CON CUSIANA	1.713	2.329	2.329	1.101	1.101	1.951	1.951
CUENTA DE CAPITAL SIN CUSIANA	1.228	1.364	1.364	746	746	625	625
* Capital Cusiana	485	965	965	355	355	1.326	1.326
VARIACION RESERVAS NETAS CON CUSIANA	555	287	453	- 432	- 111	- 389	173
VARIACION RESERVAS NETAS SIN CUSIANA	222	- 308	- 143	- 1.423	- 1.102	- 1.993	- 1.431
SALDO RESERVAS CON CUSIANA	8.330	8.617	8.783	8.185	8.672	7.796	8.845
SALDO RESERVAS SIN CUSIANA	8.330	8.022	8.188	6.597	7.086	4.606	5.655

ANEXO I (Cont.)								
BALANZA DE PAGOS 1993-2000								
(Millones de US\$)								
	1997		1998		1999		2000	
	BAJA	ALTA	BAJA	ALTA	BAJA	ALTA	BAJA	ALTA
CTA. CORRIENTE CON CUSIANA	- 1.404	- 547	- 553	666	- 992	668	- 1.476	717
CTA. CORRIENTE SIN CUSIANA	- 3.654	- 2.797	- 4.919	- 3.700	- 5.467	- 3.807	- 6.076	- 3.883
BZA. COMERCIAL CON CUSIANA	80	937	1.470	2.690	806	2.466	120	2.313
BZA. COMERCIAL SIN CUSIANA	- 2.170	- 1.313	- 2.696	- 1.676	- 3.670	- 2.009	- 4.480	- 2.287
BALANZA COMERCIAL CUSIANA	2.250	2.250	4.366	4.366	4.475	4.475	4.600	4.600
1. Exportaciones FOB	12.493	13.683	14.958	16.666	15.649	17.985	16.454	19.543
Café	1.396	1.396	1.481	1.481	1.572	1.572	1.667	1.667
Petróleo y derivados	1.756	1.756	1.591	1.591	1.448	1.448	1.313	1.313
* Cusiana	2.588	2.588	4.570	4.570	4.707	4.707	4.861	4.861
Carbón	732	732	785	785	842	842	933	933
Ferróniquel	159	159	167	167	176	176	185	185
Oro	409	409	431	431	455	455	480	480
No Tradicionales	5.455	6.644	5.932	7.641	6.451	8.787	7.016	10.105
2. Importaciones FOB	12.414	12.746	13.487	13.977	14.844	15.520	16.334	17.230
Bienes de Consumo	2.243	2.305	2.468	2.558	2.714	2.840	2.986	3.152
Bienes Intermedios	5.446	5.596	5.991	6.212	6.590	6.895	7.249	7.653
Bienes de Capital	4.386	4.507	4.825	5.002	5.307	5.553	5.838	6.164
* Bienes Cusiana	338	338	204	204	232	232	261	261
SERVICIOS	- 2.669	- 2.669	- 3.294	- 3.294	- 3.159	- 3.159	- 3.054	- 3.054
TRANSFERENCIAS	1.185	1.185	1.270	1.270	1.361	1.361	1.457	1.457
CTA DE CAPITAL CON CUSIANA	1.216	1.216	939	939	1.001	1.001	1.066	1.066
CTA DE CAPITAL SIN CUSIANA	767	767	1.031	1.031	1.086	1.086	1.064	1.064
* Capital Cusiana	449	449	- 92	- 92	- 85	- 85	2	2
VARIACION RESERVAS NETAS CON CUSIANA	- 189	669	385	1.605	9	1.669	- 411	1.782
VARIACION RESERVAS NETAS SIN CUSIANA	- 2.888	- 2.030	- 3.889	- 2.669	- 4.381	- 2.721	- 5.013	- 2.819
SALDO RESERVAS CON CUSIANA	7.607	9.514	7.993	11.119	8.002	12.787	7.591	14.570
SALDO RESERVAS SIN CUSIANA	1.718	3.625	- 2.170	956	- 6.551	- 1.766	-11.564	- 4.585

FUENTE: Banco de la República y proyecciones y cálculos de los autores

ANEXO II							
BALANZA DE PAGOS 1993-2000							
(Participación en el PIB)							
	1993	1994		1995		1996	
		BAJA	ALTA	BAJA	ALTA	BAJA	ALTA
CUENTA CORRIENTE CON CUSIANA	- 2,01	- 3,31	- 3,00	- 2,32	- 1,78	- 3,31	- 2,41
CUENTA CORRIENTE SIN CUSIANA	- 1,75	- 2,71	- 2,40	- 3,29	- 2,71	- 3,70	- 2,78
BALANZA COMERCIAL CON CUSIANA	- 1,26	- 1,54	- 1,25	- 0,43	0,06	- 1,71	- 0,88
BALANZA COMERCIAL SIN CUSIANA	- 1,00	- 0,94	- 0,66	- 1,39	- 0,88	- 2,11	- 1,26
BALANZA COMERCIAL CUSIANA	- 0,26	- 0,60	- 0,59	0,96	0,93	0,39	0,38
1. Exportaciones FOB	13,13	13,97	14,00	15,02	15,16	14,94	15,34
Café	1,94	1,93	1,90	1,91	1,85	1,86	1,78
Petróleo y derivados	2,60	3,20	3,15	3,14	3,04	2,74	2,62
* Cusiana	0,11	0,25	0,25	1,30	1,26	1,53	1,46
Carbón	0,90	0,91	0,89	0,92	0,89	0,96	0,92
Ferróniquel	0,23	0,22	0,22	0,22	0,21	0,21	0,20
Oro	0,57	0,56	0,56	0,56	0,54	0,55	0,52
No Tradicionales	6,78	6,88	7,03	6,99	7,37	7,09	7,82
2. Importaciones FOB	14,39	15,51	15,25	15,45	15,10	16,66	16,22
Bienes de Consumo	2,60	2,62	2,68	2,81	2,75	2,88	2,81
Bienes Intermedios	6,32	6,61	6,50	6,82	6,67	7,00	6,83
Bienes de Capital	5,09	5,32	5,24	5,49	5,37	5,64	5,50
* Bienes Cusiana	0,38	0,85	0,84	0,33	0,32	1,13	1,09
SERVICIOS	- 2,83	- 3,33	- 3,28	- 3,46	- 3,35	- 3,16	- 3,03
TRANSFERENCIAS	2,09	1,56	1,53	1,56	1,51	1,56	1,50
CUENTA DE CAPITAL CON CUSIANA	2,98	3,78	3,72	1,67	1,62	2,76	2,64
CUENTA DE CAPITAL SIN CUSIANA	2,14	2,21	2,18	1,13	1,10	0,88	0,85
* Capital Cusiana	0,84	1,57	1,54	0,54	0,52	1,87	1,80
VARIACION RESERVAS NETAS CON CUSIANA	0,96	0,47	0,72	- 0,65	- 0,16	- 0,55	0,23
VARIACION RESERVAS NETAS SIN CUSIANA	0,39	- 0,50	- 0,23	- 2,16	- 1,62	- 2,82	- 1,94
SALDO RESERVAS CON CUSIANA	14,48	13,98	14,02	12,40	12,73	11,02	11,98
SALDO RESERVAS SIN CUSIANA	14,48	13,02	13,07	9,99	10,40	6,51	7,66
PIB en Millones de US\$	57.538	61.635	62.660	66.023	68.144	70.724	73.847

ANEZO II (Cont.)								
BALANZA DE PAGOS 1993-2000								
(Participación en el PIB)								
	1997		1998		1999		2000	
	BAJA	ALTA	BAJA	ALTA	BAJA	ALTA	BAJA	ALTA
CTA. CORRIENTE CON CUSIANA	- 1,85	- 0,68	- 0,68	0,77	- 1,14	0,71	- 1,59	0,70
CTA. CORRIENTE SIN CUSIANA	- 4,82	- 3,50	- 6,06	- 4,27	- 6,29	- 4,06	- 6,53	- 3,82
BZA. COMERCIAL CON CUSIANA	0,11	1,17	1,81	3,11	0,93	2,63	0,13	2,27
BZA. COMERCIAL SIN CUSIANA	- 2,86	- 1,64	- 3,57	- 1,94	- 4,22	- 2,14	- 4,81	- 2,25
BALANZA COMERCIAL CUSIANA	2,97	2,81	5,38	5,04	5,15	4,77	4,94	4,52
1. Exportaciones FOB	16,49	17,10	18,43	19,25	18,00	19,16	17,67	19,21
Café	1,84	1,74	1,83	1,71	1,81	1,67	1,79	1,64
Petróleo y derivados	2,32	2,19	1,96	1,84	1,67	1,54	1,41	1,29
* Cusiana	3,42	3,23	5,63	5,28	5,41	5,02	5,22	4,78
Carbón	0,97	0,91	0,97	0,91	0,97	0,90	1,00	0,92
Ferroniquel	0,21	0,20	0,21	0,19	0,20	0,19	0,20	0,18
Oro	0,54	0,51	0,53	0,50	0,52	0,48	0,52	0,47
No Tradicionales	7,20	8,30	7,31	8,83	7,42	9,36	7,53	9,93
2. Importaciones FOB	16,39	15,93	16,62	16,14	17,08	16,54	17,54	16,94
Bienes de Consumo	2,96	2,88	3,04	2,95	3,12	3,03	3,21	3,10
Bienes Intermedios	7,19	6,99	7,38	7,17	7,58	7,35	7,78	7,52
Bienes de Capital	5,79	5,63	5,95	5,76	6,11	5,92	6,27	6,06
* Bienes Cusiana	0,45	0,42	0,25	0,24	0,27	0,25	0,28	0,26
SERVICIOS	- 3,52	- 3,34	- 4,06	- 3,80	- 3,63	- 3,37	- 3,28	- 3,00
TRANSFERENCIAS	1,56	1,48	1,57	1,47	1,57	1,45	1,56	1,43
CTA. CAPITAL CON CUSIANA	1,60	1,52	1,16	1,08	1,15	1,07	1,14	1,05
CTA. CAPITAL SIN CUSIANA	1,01	0,96	1,27	1,19	1,25	1,16	1,14	1,05
* Capital Cusiana	0,59	0,56	- 0,11	- 0,11	- 0,10	- 0,09	0,00	0,00
VARIACION RESERVAS NETAS CON CUSIANA	- 0,25	0,84	0,47	1,85	0,01	1,78	- 0,44	1,75
VARIACION RESERVAS NETAS SIN CUSIANA	- 3,81	- 2,54	- 4,79	- 3,08	- 5,04	- 2,90	- 5,38	- 2,77
SALDO RESERVAS CON CUSIANA	10,04	11,89	9,85	12,84	9,20	13,63	8,15	14,32
SALDO RESERVAS SIN CUSIANA	2,27	4,53	- 2,67	1,10	- 7,54	- 1,88	- 12,42	- 4,51
PIB en Millones de US\$	75.760	80.017	81.154	86.580	86.932	93.849	93.122	101.726

FUENTE: Banco de la República y proyecciones y cálculos de los autores

**ANEXO III**  
**INGRESOS CORRIENTES Y GASTOS OPERATIVOS DEL GOBIERNO**  
**SIN CUSIANA**

	1990	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<b>INGRESOS CORRIENTES NETOS</b>									
Miles de millones de pesos									
<b>1. Tributarios</b>	1.903,0	5.161,0	6.421,3	7.993,1	9.789,3	11.829,1	12.827,1	14.605,4	17.017,3
A. Directos	799,9	2.160,7	2.674,8	3.356,8	4.082,0	4.925,2	5.414,8	5.883,0	6.843,8
B. Indirectos	1.103,2	3.000,3	3.746,5	4.636,3	5.707,4	6.903,8	7.412,3	8.722,4	10.173,4
-Importaciones	547,3	1.221,2	1.547,1	1.928,0	2.397,6	2.928,2	3.202,1	3.803,7	4.475,8
-Ventas interno	358,8	1.314,9	1.657,6	2.064,9	2.528,1	3.042,1	3.115,9	3.646,5	4.231,0
-Otros	197,0	464,2	541,7	643,4	781,6	833,6	1.094,3	1.272,2	1.466,7
<b>2. No Tributarios</b>	184,7	400,2	271,6	320,0	371,1	423,0	473,8	525,9	578,5
<b>TOTAL</b>	<b>2.087,7</b>	<b>5.561,2</b>	<b>6.692,9</b>	<b>8.313,0</b>	<b>10.160,4</b>	<b>12.252,1</b>	<b>13.300,9</b>	<b>15.131,3</b>	<b>17.595,8</b>
Estructura Porcentual									
<b>1. Tributarios</b>	91,15	92,80	95,94	96,15	96,35	96,55	96,44	96,52	96,71
A. Directos	38,31	38,85	39,97	40,38	40,18	40,20	40,71	38,88	38,89
B. Indirectos	52,84	53,95	55,98	55,77	56,17	56,35	55,73	57,64	57,82
-Importaciones	26,22	21,96	23,12	23,19	23,60	23,90	24,07	25,14	25,44
-Ventas Interno	17,19	23,64	24,77	24,84	24,88	24,83	23,43	24,10	24,05
-Otros	9,44	8,35	8,09	7,74	7,89	7,62	8,23	8,41	8,34
<b>2. No Tributarios</b>	8,85	7,20	4,06	3,85	3,65	3,45	3,56	3,48	3,28
<b>TOTAL</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
Participación Porcentual en el PIB									
<b>1. Tributarios</b>	9,41	11,83	11,68	11,68	11,69	11,74	10,79	10,50	10,55
A. Directos	3,95	4,95	4,87	4,91	4,87	4,89	4,55	4,23	4,24
B. Indirectos	5,45	6,88	6,82	6,78	6,82	6,85	6,24	6,27	6,31
-Importaciones	2,70	2,80	2,82	2,82	2,86	2,91	2,69	2,73	2,77
-Ventas Interno	1,77	3,01	3,02	3,02	3,02	3,02	2,62	2,62	2,62
-Otros	0,97	1,06	0,99	0,94	0,93	0,93	0,92	0,91	0,91
<b>2. No Tributarios</b>	0,91	0,92	0,49	0,47	0,44	0,42	0,40	0,38	0,36
<b>TOTAL</b>	<b>10,32</b>	<b>12,75</b>	<b>12,18</b>	<b>12,15</b>	<b>12,13</b>	<b>12,16</b>	<b>11,19</b>	<b>10,88</b>	<b>10,91</b>
<b>GASTOS DE OPERACION</b>									
Participación Porcentual en el PIB									
Gastos Nómina	2,23	2,57	3,10	3,10	3,11	3,11	3,12	3,11	3,09
Gastos Corrientes	0,83	0,97	0,88	0,80	0,77	0,75	0,72	0,70	0,67
Transferencias por régimen prestacional	0,99	1,24	1,39	1,47	1,55	1,65	1,75	1,85	1,95
Transferencias a las ent. territoriales	3,41	3,97	4,37	4,53	4,73	4,84	4,60	4,53	4,67
Otras Transferencias	0,23	0,62	0,59	0,57	0,53	0,52	0,51	0,48	0,46
Intereses	1,29	1,84	1,90	1,34	1,48	1,82	2,05	2,40	2,33
<b>TOTAL</b>	<b>8,98</b>	<b>11,21</b>	<b>12,23</b>	<b>11,81</b>	<b>12,17</b>	<b>12,69</b>	<b>12,75</b>	<b>13,07</b>	<b>13,17</b>

<b>ANEXO IV</b>									
OPERACIONES EFECTIVAS DEL GOBIERNO CENTRAL SIN CUSIANA (Participación Porcentual en el PIB)									
	1990	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
INGRESOS CORRIENTES NETOS	10,32	12,75	12,18	12,15	12,13	12,16	11,19	10,88	10,91
PAGOS DE OPERACION	8,98	11,21	11,95	11,81	12,17	12,69	12,75	13,07	13,17
Funcionamiento	7,69	9,37	10,34	10,46	10,69	10,87	10,70	10,67	10,83
- Servicios Personales	2,23	2,57	3,10	3,10	3,11	3,11	3,12	3,11	3,09
- Gastos Generales	0,83	0,98	0,88	0,80	0,77	0,75	0,72	0,70	0,67
- Transferencias	4,61	5,81	6,34	6,54	6,80	7,00	6,84	6,85	7,06
- Otros pagos	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,01	0,01
Intereses	1,29	1,84	1,62	1,34	1,48	1,82	2,05	2,40	2,33
- Internos	0,32	0,63	0,77	0,60	0,81	1,18	1,46	1,85	1,83
- Externos	0,97	1,21	0,85	0,74	0,67	0,64	0,59	0,55	0,50
AHORRO CORRIENTE	1,34	1,54	0,23	0,35	- 0,04	- 0,53	- 1,56	- 2,19	- 2,26
PAGOS DE CREDITO	0,21	0,27							
PAGOS DE INVERSION	2,02	2,57	2,49	2,49	2,49	2,49	2,49	2,49	2,49
PAGOS TOTALES	11,21	14,05	14,44	14,29	14,66	15,18	15,24	15,56	15,65
<b>DEFICIT</b>	<b>- 0,89</b>	<b>- 1,30</b>	<b>- 2,26</b>	<b>- 2,14</b>	<b>- 2,53</b>	<b>- 3,02</b>	<b>- 4,05</b>	<b>- 4,68</b>	<b>- 4,75</b>

FUENTES: Departamento Nacional de Planeación  
Ministerio de Hacienda  
Proyecciones y cálculos de los autores

**ANEXO V**  
**INGRESOS CORRIENTES Y GASTOS OPERATIVOS DEL GOBIERNO**  
**CON CUSIANA**

	1990	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<b>INGRESOS CORRIENTES NETOS</b>									
Miles de millones de pesos									
<b>1. Tributarios</b>	1.903,0	5.161,0	6.515,3	8.283,1	10.321,3	13.067,1	14.667,1	16.877,4	19.645,3
A. Directos	799,9	2.160,7	2.674,8	3.600,8	4.423,9	6.075,2	7.194,8	8.079,0	9.375,8
B. Indirectos	1.103,2	3.000,3	3.840,5	4.682,4	5.897,4	6.991,9	7.472,3	8.798,4	10.269,4
-Importaciones	547,3	1.221,2	1.641,1	1.974,0	2.587,6	3.016,2	3.262,1	3.879,7	4.571,8
-Ventas interno	358,8	1.314,9	1.657,6	2.064,9	2.528,1	3.042,1	3.115,9	3.646,5	4.231,0
-Otros	197,0	464,2	541,7	643,4	781,6	933,6	1.094,3	1.272,2	1.466,7
<b>2. No Tributarios</b>	184,7	400,2	271,6	405,9	476,1	803,0	1.452,8	1.653,9	1.879,5
<b>TOTAL</b>	<b>2.087,7</b>	<b>5.561,2</b>	<b>6.786,9</b>	<b>8.689,0</b>	<b>10.797,4</b>	<b>13.870,1</b>	<b>16.119,9</b>	<b>18.531,3</b>	<b>21.524,8</b>
Estructura Porcentual									
<b>1. Tributarios</b>	91,15	92,80	96,00	95,33	95,59	94,21	91,00	91,08	91,27
A. Directos	38,31	38,85	39,41	41,44	40,97	43,80	44,63	43,60	43,56
B. Indirectos	52,84	53,95	56,59	53,89	54,62	50,41	46,35	47,48	47,71
-Importaciones	26,22	21,96	24,18	22,72	23,97	21,75	20,24	20,94	21,24
-Ventas Interno	17,19	23,64	24,42	23,76	23,41	21,93	19,33	19,68	19,66
-Otros	9,44	8,35	7,98	7,40	7,24	6,73	6,79	6,87	6,81
<b>2. No Tributarios</b>	8,85	7,20	4,00	4,67	4,41	5,79	9,00	8,92	8,73
<b>TOTAL</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
Participación Porcentual en el PIB									
<b>1. Tributarios</b>	9,41	11,83	11,86	12,11	12,33	12,97	12,34	12,13	12,18
A. Directos	3,95	4,95	4,87	5,26	5,28	6,03	6,05	5,81	5,81
B. Indirectos	5,45	6,88	6,99	6,84	7,04	6,94	6,29	6,33	6,37
-Importaciones	2,70	2,80	2,98	2,89	3,09	2,99	2,74	2,79	2,83
-Ventas Interno	1,77	3,01	3,02	3,02	3,02	3,02	2,62	2,62	2,62
-Otros	0,97	1,06	0,99	0,94	0,93	0,93	0,92	0,91	0,91
<b>2. No Tributarios</b>	0,91	0,92	0,49	0,59	0,57	0,80	1,22	1,19	1,16
<b>TOTAL</b>	<b>10,32</b>	<b>12,75</b>	<b>12,35</b>	<b>12,70</b>	<b>12,89</b>	<b>13,77</b>	<b>13,56</b>	<b>13,32</b>	<b>13,34</b>
<b>GASTOS DE OPERACION</b>									
Participación Porcentual en el PIB									
Gastos Nómina	2,23	2,57	3,10	3,10	3,11	3,11	3,12	3,11	3,09
Gastos Corrientes	0,83	0,97	0,88	0,80	0,77	0,75	0,72	0,70	0,67
Transferencias por régimen prestacional	0,99	1,24	1,39	1,47	1,55	1,65	1,75	1,85	1,95
Transferencias a las ent. territoriales	3,41	3,97	4,44	4,73	5,03	5,52	5,62	5,62	5,77
Otras Transferencias	0,23	0,62	0,59	0,57	0,54	0,52	0,52	0,48	0,46
Intereses	1,29	1,84	1,85	1,20	1,33	1,43	1,50	1,62	1,47
<b>TOTAL</b>	<b>8,98</b>	<b>11,21</b>	<b>12,25</b>	<b>11,87</b>	<b>12,33</b>	<b>12,98</b>	<b>13,23</b>	<b>13,38</b>	<b>13,41</b>

**ANEXO VI**  
**OPERACIONES EFECTIVAS DE GOBIERNO CENTRAL CON CUSIANA**  
 (Participación Porcentual en el PIB)

	1990	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
INGRESOS CORRIENTES NETOS	10,32	12,75	12,35	12,70	12,89	13,77	13,56	13,32	13,34
PAGOS DE OPERACION	8,98	11,21	12,02	11,87	12,33	12,98	13,23	13,38	13,41
Funcionamiento	7,69	9,37	10,40	10,68	11,01	11,55	11,73	11,76	11,94
- Servicios Personales	2,23	2,57	3,10	3,10	3,11	3,11	3,12	3,11	3,09
- Gastos Generales	0,83	0,98	0,88	0,80	0,77	0,75	0,72	0,70	0,67
- Transferencias	4,61	5,81	6,40	6,76	7,11	7,68	7,87	7,94	8,16
- Otros pagos	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,01	0,01
Intereses	1,29	1,84	1,62	1,20	1,33	1,43	1,50	1,62	1,47
- Internos	0,32	0,63	0,77	0,45	0,66	0,79	0,91	1,08	0,97
- Externos	0,97	1,21	0,85	0,74	0,67	0,64	0,59	0,55	0,50
AHORRO CORRIENTE	1,34	1,54	0,33	0,83	0,56	0,79	0,33	- 0,06	- 0,07
PAGOS DE CREDITO	0,21	0,27							
PAGOS DE INVERSION	2,02	2,57	2,49	2,49	2,49	2,49	2,49	2,49	2,49
PAGOS TOTALES	11,21	14,05	14,51	14,36	14,82	15,47	15,72	15,87	15,90
<b>DEFICIT</b>	<b>- 0,89</b>	<b>- 1,30</b>	<b>- 2,16</b>	<b>- 1,66</b>	<b>- 1,93</b>	<b>- 1,70</b>	<b>- 2,16</b>	<b>- 2,55</b>	<b>- 2,56</b>

FUENTES: Departamento Nacional de Planeación  
 Ministerio de Hacienda  
 Proyecciones y cálculos de los autores

ANEXO VII								
SECTOR ELECTRICO 1993-2000								
(Miles de Millones de pesos)								
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. INGRESOS TOTALES	1.352	1.744	2.134	2.590	3.078	4.161	4.796	5.488
1.1 Explotación Bruta	1.151	1.497	1.837	2.236	2.665	3.681	4.265	4.934
1.2 Aportes Gobierno Nal	87	105	124	143	163	197	199	168
1.3 Otros Ingresos	114	142	174	210	249	283	331	385
2. PAGOS TOTALES	1.280	1.363	1.647	2.133	2.638	3.401	3.936	4.382
2.1 Pagos Corrientes	908	871	941	1.036	1.136	1.931	2.278	2.675
2.2 Pagos de Capital	442	528	706	1.097	1.502	1.470	1.658	1.707
2.3 Préstamo Neto	- 70	- 36	0	0	0	0	0	0
3. DEFICIT O SUPERAVIT	72	381	487	457	440	760	860	1.105
4. FINANCIAMIENTO	- 72	- 381	- 487	- 457	- 440	- 760	- 860	- 1.105
4.1 Crédito externo neto	- 62	- 178	- 218	- 203	- 152	- 163	- 226	- 369
4.2 Crédito interno neto	- 10	- 204	- 270	- 253	- 288	- 597	- 634	- 735
<b>SUPERAVIT O DEFICIT COMO PORCENTAJE DEL PIB</b>	<b>0,17</b>	<b>0,69</b>	<b>0,71</b>	<b>0,55</b>	<b>0,44</b>	<b>0,64</b>	<b>0,62</b>	<b>0,69</b>

ANEXO VII (Cont.)								
ECOPETROL 1993 - 2000								
(Miles de Millones de pesos)								
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. INGRESOS TOTALES	2.160	2.788	3.841	4.637	6.371	9.375	10.636	12.129
1.1 Explotación Bruta	2.077	2.628	3.646	4.394	6.074	9.340	10.596	12.083
1.2 Aportes Gobierno Nal	0	0	0	0	0	0	0	0
1.3 Otros Ingresos	83	161	195	243	297	36	40	46
2. PAGOS TOTALES	2.336	3.183	3.448	4.855	5.384	8.421	9.525	10.543
2.1 Pagos Corrientes	1.666	2.164	2.635	3.241	4.199	7.503	8.537	9.582
2.2 Pagos de Capital	635	953	813	1.614	1.185	894	965	949
2.3 Préstamo Neto	35	67	0	0	0	24	23	12
3. DEFICIT O SUPERAVIT	- 176	- 395	393	- 218	987	955	1.111	1.586
4. FINANCIAMIENTO	176	395	- 393	218	- 987	- 955	- 1.111	- 1.586
4.1 Crédito externo neto	27	- 4	- 89	- 48	- 43	- 110	- 86	- 92
4.2 Crédito interno neto	149	399	- 304	265	- 944	- 845	- 1.025	- 1.495
<b>SUPERAVIT O DEFICIT COMO PORCENTAJE DEL PIB</b>	<b>- 0,40</b>	<b>- 0,72</b>	<b>0,58</b>	<b>- 0,26</b>	<b>0,98</b>	<b>0,80</b>	<b>0,80</b>	<b>0,98</b>

ANEXO VII (Cont.) TELECOM 1993-2000 (Miles de Millones de pesos)								
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. INGRESOS TOTALES	453	592	764	970	1.211	1.492	1.855	2.297
1.1 Explotación Bruta	422	554	720	918	1.152	1.423	1.777	2.208
1.2 Aportes Gobierno Nal	0	0	0	0	0	0	0	0
1.3 Otros Ingresos	32	38	45	52	59	69	78	89
2. PAGOS TOTALES	420	513	617	731	849	901	1.030	1.177
2.1 Pagos Corrientes	255	315	383	459	540	657	771	904
2.2 Pagos de Capital	165	198	234	272	310	245	259	273
2.3 Préstamo Neto	0	0	0	0	0	0	0	0
3. DEFICIT O SUPERAVIT	33	79	147	240	362	591	825	1.120
4. FINANCIAMIENTO	- 33	- 79	- 147	- 240	- 362	- 591	- 825	- 1.120
4.1 Crédito externo neto	34	- 2	5	- 12	- 33	- 25	- 24	- 24
4.2 Crédito interno neto	- 67	- 77	- 152	- 228	- 330	- 566	- 800	- 1.098
<b>SUPERAVIT O DEFICIT COMO PORCENTAJE DEL PIB</b>	<b>0,08</b>	<b>0,14</b>	<b>0,22</b>	<b>0,29</b>	<b>0,36</b>	<b>0,50</b>	<b>0,59</b>	<b>0,69</b>

ANEXO VII (Cont.) FONDO NACIONAL DEL CAFE 1993 - 2000 (Miles de Millones de pesos)								
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. INGRESOS TOTALES	669	716	880	1.084	1.218	1.136	1.306	1.490
1.1 Explotación Bruta	456	634	719	870	965	1.100	1.265	1442
1.2 Aportes Gobierno Nal	0	0	0	0	0	0	0	0
1.3 Otros Ingresos	213	83	161	214	253	36	41	48
2. PAGOS TOTALES	815	1.024	1.274	1.457	1.584	1.402	1.510	1.719
2.1 Pagos Corrientes	794	1.015	1.263	1.445	1.570	1.382	1.488	1.693
2.2 Pagos de Capital	12	14	16	19	22	25	28	32
2.3 Préstamo Neto	9	- 5	- 6	- 7	- 8	- 6	- 6	- 6
3. DEFICIT O SUPERAVIT	- 146	- 307	- 394	- 374	- 365	- 266	- 204	- 229
4. FINANCIAMIENTO	146	307	394	374	365	266	204	229
4.1 Crédito externo neto	- 34	-	-	-	-	-	-	-
4.2 Crédito interno neto	179	307	394	374	365	266	204	229
<b>SUPERAVIT O DEFICIT COMO PORCENTAJE DEL PIB</b>	<b>0,33</b>	<b>- 0,56</b>	<b>- 0,58</b>	<b>- 0,45</b>	<b>- 0,36</b>	<b>- 0,22</b>	<b>- 0,15</b>	<b>- 0,14</b>

FUENTE: Con base en estimativos del Departamento Nacional de Planeación y cálculos de los autores

# Comentario

Francisco Azuero \*

Quiero en primer lugar agradecer a la Asociación Bancaria por la invitación que me ha hecho para participar en este foro, y especialmente por poder hacerlo comentando el excelente y completo trabajo que acaban de presentar los doctores Luis Bernardo Flórez y Eduardo Fernández.

El documento llama la atención sobre los efectos que puede tener un manejo equivocado de la bonanza petrolera, en especial cuando ella se da en condiciones en que los cambios institucionales en el Estado, así como la apertura económica comienzan a mostrar sus efectos. Constituye a mi modo de ver un llamado de alerta sobre las peligrosas sendas en que puede avanzar la economía colombiana, si no se corrigen a tiempo las tendencias que se presentan, en especial en el terreno de la política fiscal.

Mis comentarios apuntan a señalar aspectos de la ponencia que suscitan un particular debate, y a enfatizar algunos de los aspectos allí señalados. En primer lugar, llama la atención que los autores critican el hecho de que el enfoque gradual de la apertura, que caracterizó la conducción de la política económica en los finales del anterior gobierno y el inicio de éste, se hubiera abandonado, y atribuyen a dicho abandono las complicaciones que se han generado, en especial el surgimiento de los síntomas de la "enfermedad holandesa". No alcanzo a entender qué hubiera podido evitarse manteniendo la gradualidad. Por el contrario, el hecho de que las importaciones no hubieran respondido debidamente, puesto que los agentes económicos siempre estaban a la espera de la siguiente rebaja arancelaria, influyó en el crecimiento no programado de las reservas internacionales, en la reacción de la autoridad monetaria por esterilizar esos efectos a través de las operaciones de mercado abierto, y por esa vía en la elevación en las tasas de

---

\* Vicepresidente Administrativo, Banco de Caldas.

interés y en la revaluación real del peso. El control de cambios tampoco podía considerarse como una vacuna segura contra la enfermedad holandesa, como quedó demostrado en la bonanza cafetera de finales de los años 70.

Parece desprenderse del trabajo la idea que la revaluación del peso ha sido en las actuales circunstancias un propósito conciente de las autoridades económicas para enfrentar la inflación, subestimando las reales tendencias que se están presentando en el mercado y que señalan algo evidente: la abundancia de divisas. No existe por lo tanto un margen de maniobra amplio para que la política económica determine de una manera el valor de la tasa real de cambio. Al pretender hacerlo por la vía de ajustes permanentes en la tasa nominal, la tasa real de equilibrio aparecerá nuevamente, sólo que a niveles más altos de inflación. Poco importa que la tasa que equilibre el mercado de corto plazo no corresponda con la que garantice en el largo plazo un equilibrio en la balanza de cuenta corriente, es decir que no sea la "adecuada", desde el punto de vista de Stanley Fischer<sup>1</sup>.

De lo anterior no debe deducirse que existe una completa impotencia de la política económica para enfrentar una situación de abundancia de divisas, como la que puede derivarse de los hallazgos petrolíferos de Cusiana. Existen mecanismos para incidir en las variables que determinan la oferta y la demanda de divisas, y para evitar por esa vía una revaluación adicional de la moneda colombiana. Más adelante podremos referirnos a algunos de ellos.

Comparto la preocupación de los autores acerca de los desequilibrios que ha ocasionado y que seguirá ocasionando una descentralización que se ha apoyado más en el traslado de recursos del gobierno central hacia las comunidades locales, que en el traslado de responsabilidades. Por otra parte, la repartición de recursos no ha sido la más justa desde el punto de vista de las necesidades de la población. Ya en 1988 el profesor Lachlin Currie llamaba la atención sobre el hecho de que la Ley 12 de 1986 ocasionaría que para el año 2000 el 32% de la población (y no necesariamente la más pobre), recibiría el 68% de la transferencia del impuesto al valor agregado<sup>2</sup>. Es indudable que la reforma constitucional, la Ley 60 de 1993 y el Fondo Nacional de Regalías contribuirán a fortalecer esta tendencia.

A pesar de lo anterior, sí considero que un ambiente en el cual las comunidades locales jueguen un papel más activo en la asignación de los recursos públicos permite en general una mayor correspondencia entre los patrones de gasto y las necesidades y aspiraciones de la ciudadanía. En la medida en que el proceso madure, deben presentarse a mi modo de ver las "evidencias empíricas que vinculen eficiencia con descentralización", cuya ausencia señalan los autores del trabajo comentado.

---

1 Un modelo interesante que muestra las consecuencias inflacionarias cuando la política económica se propone como objetivo mantener un nivel deseado de tasa de cambio real, se encuentra en Peter J. Montiel y Jhonathan D. Ostry, "Macroeconomic implications of real exchange targeting in developing countries". IMF. Working Papers, Marzo, 1991.

2 Lachlin Currie. Administración Pública en Colombia. Contraloría General de la República, Ediciones Especiales, Bogotá, 1988, pag. 137.

El documento plantea claramente los retos que tiene la autoridad económica en el curso de los próximos años: cómo garantizar, en condiciones de crecimiento de las reservas internacionales, que el país no se oriente hacia el fácil camino de la economía rentista, descuide sus otras fuentes de ingresos de exportación, debilite su estructura tributaria, etc.

Esos peligros están dados por el incremento esperado en las propensiones marginales a consumir y a importar, el debilitamiento posible de los ingresos tributarios tradicionales, por la excesiva dependencia de los recursos derivados del sector externo. Todas estas situaciones se presentaron en la bonanza de 1979-80 y determinaron la crisis cambiaria y los desajustes fiscales de 1983- 1984. Existe un peligro real de que una situación de estas se repita, y tienen los autores razón en llamar la atención sobre éste.

Una de las justificaciones principales para abogar por una política de apertura proviene del sesgo anti-exportador que se genera en una economía cerrada, por la vía del manejo cambiario. La restricción a las importaciones crea un tipo de cambio de "equilibrio" artificialmente bajo, que castiga al sector exportador. La liberación, al aumentar la demanda de divisas, presiona su precio, estimula las exportaciones y genera una reasignación de recursos hacia los bienes transables.

Para el caso colombiano, tendríamos la situación paradójica de que ese efecto sobre la tasa de cambio no se daría, debido a que la oferta de dólares provenientes de Cusiana actuarían más bien en el sentido de una revaluación del peso. Los beneficios de la apertura sobre el comportamiento del sector exportador no petrolero no se darían. Lo que tendríamos es una reasignación de recursos hacia la producción de bienes no transables y una pérdida de competitividad de los transables. Es la enfermedad holandesa, y los autores nos la han presentado claramente, con el rigor teórico necesario.

Dado lo que se ha señalado anteriormente sobre el poco margen de maniobra que tiene la política económica para incidir directamente sobre el comportamiento de la tasa de cambio real en condiciones de crecimiento en las reservas internacionales, las opciones de política deben buscar influir sobre la misma oferta y demanda de divisas.

En décadas anteriores, como las que se presentaron con las transitorias bonanzas cafeteras de los años 50 y 60, se buscó por diversos mecanismos aislar al sector beneficiario de la bonanza de tal manera que no afectara el resto de la economía. La existencia de tasas de cambio diferenciales, ( que posteriormente evolucionó hacia el impuesto ad-valorem a las exportaciones), o la congelación de recursos a través del Fondo Nacional del Café, fueron los instrumentos utilizados en su momento. Cambiando obviamente los instrumentos, - sería impracticable en el mundo de hoy, un régimen de cambio diferencial- es lógico pensar que lo que fue posible en el pasado con un sector como el cafetero, compuesto por agentes privados, debe serlo también para uno en el cual el Estado tiene una participación importante, como es el sector petrolero.

La política económica puede influir sobre la oferta y demanda de divisas por diferentes vías:

- Los dólares generados no tienen por qué afectar la oferta interna de divisas. Ello se logra con una congelación completa o parcial de esos recursos en el exterior, como lo han propuesto varios analistas. Pero es evidente que las normas sobre distribución de las regalías dificultan la aplicación de este tipo de fórmulas.
- Se puede actuar sobre la demanda: el gasto público se puede orientar hacia inversiones intensivas en importaciones: infraestructura de comunicaciones y de transporte, modernización del sistema portuario, generación eléctrica, etc.

Es necesario, no obstante, desechar de una vez una ilusión: la de que el sector público puede comportarse con sus ingresos extraordinarios de la misma manera en que lo haría un agente privado: invertir con el propósito de que los proyectos que se adelanten generen recursos adicionales en el futuro, de tal manera que se esté preparado para enfrentar una situación en la que esos ingresos extraordinarios hayan desaparecido.

Y ello por las implicaciones que tiene un incremento transitorio en la inversión pública. La inversión, en términos económicos es la "adquisición o producción de activos destinados a servir para la producción de otros bienes". La inversión pública se traduce en el incremento de la producción de bienes públicos, -la construcción de una escuela es un instrumento para la producción de educación-, o bienes privados, - una carretera es un bien de capital en la producción del transporte. La composición del gasto entre inversión y funcionamiento es una variable técnica: depende de la función de producción del bien público correspondiente. En la gran mayoría de los casos, y a diferencia de lo que ocurre con una inversión privada, la inversión pública no genera ingresos, sino gastos: los hospitales requieren médicos, las escuelas maestros, las termoeléctricas, si operan con tarifas subsidiadas, generan un incremento en el déficit global al sector eléctrico.

Lo anterior ilustra las complejidades de una política de asignación del gasto. Pero aún si alguien cree que es posible un esquema en el cual invertiremos durante la bonanza para después volver a ritmos normales, vale la pena señalar que la constitución de 1991 prohibió expresamente que el presupuesto de inversión disminuya de un año a otro con relación a lo establecido en la ley de apropiaciones.

No resulta por lo tanto conveniente embarcarse con los recursos de Cusiana en importantes proyectos de inversión pública, sin medir las consecuencias que ello tendrá en el futuro en el comportamiento de las variables fiscales.

Creo conveniente llamar la atención sobre dos aspectos adicionales que deben ser considerados en el tratamiento de la bonanza petrolera: la tasa de explotación del recurso, y el hecho de que el excedente petrolero adopte la forma de utilidades de nuestra empresa petrolera.

Tal vez ayude a comprender las implicaciones de estos dos puntos el tratar el recurso petrolero de una manera diferente a como lo tratan las cuentas nacionales o las cuentas de pérdidas y ganancias de Ecopetrol.

Los yacimientos de petróleo constituyen ya una riqueza, a pesar de estar en el subsuelo. Cómo aprovechar esa riqueza plenamente compone tanto un problema técnico como uno económico. El explotar más rápidamente ese recurso no tiene porqué aumentar la riqueza global de la sociedad. La tasa óptima de explotación es aquella que maximice el valor presente de los recursos petroleros, para lo cual deben tenerse presente los precios actuales del combustible y sus proyecciones futuras, así como la rentabilidad de las inversiones que se financien con esos ingresos. En determinadas circunstancias, y no estoy afirmando que ello corresponda a las actuales, puede ser deseable disminuir la velocidad de extracción, para maximizar ese valor presente. Una parte del fondo de estabilización de ingresos petroleros queda bajo tierra, hasta cuando se considere conveniente explotarlo. Somos concientes de que la forma como se han firmado los actuales contratos de asociación dificulta la aplicación de una fórmula semejante, pero de todas maneras es conveniente plantearla, así sea para que se tenga en cuenta en el diseño de los futuros contratos.

Por otra parte, el excedente petrolero aparece dentro de las cuentas públicas como utilidades del agente económico encargado de explotar esta riqueza: la Empresa Colombiana de Petróleos. La manera como se canaliza ese excedente hacia la sociedad es a través de regalías, impuestos o distribución de utilidades. Pero el volumen de utilidades contables y de impuestos a la renta depende a su vez de la estructura de costos. Una posible consecuencia de los excedentes de Cusiana puede ser un incremento de los costos de esta empresa, o el adelanto de inversiones de dudosa rentabilidad, que afecten las cuentas de depreciación en los años siguientes. Es decir, podríamos enfrentarnos a una apropiación en la fuente de una parte del excedente petrolero. Dicho riesgo sólo puede evitarse mediante una cuidadosa programación de las inversiones y en general de los gastos de esta empresa.

Cómo serían hoy los resultados de Ecopetrol en cuanto a generación de pérdidas y ganancias si consideráramos los yacimientos como aportes de capital de la Nación, y el valor agregado de Ecopetrol se determinara exclusivamente por la vía de la extracción y comercialización del crudo? Muy posiblemente los indicadores de rentabilidad de la empresa cambiarían sustancialmente con relación a los que hoy encontramos. Puede ser necesario en el inmediato futuro que los Ministerios de Minas y de Hacienda, así como el Departamento Nacional de Planeación, realicen ejercicios de esta naturaleza para evitar que en situaciones de abundancia de recursos disminuya la eficiencia de la empresa y se presenten por esa vía otras utilidades no eficientes de la bonanza petrolera.

Hasta aquí mis comentarios al trabajo de los doctores Flórez y Fernández. Se trata indudablemente de una lectura estimulante, en la medida en que nos presenta una visión completa de las perspectivas macroeconómicas de Colombia en lo que queda de los años 90, y de los retos que tendrán los responsables de orientar la política económica en este período. Muchas gracias a la Asociación Bancaria por haberme permitido comentarlo.

# Comentario

Leonardo Villar\*

**E**l trabajo de Luis Bernardo Flórez y Eduardo Fernández utiliza un enfoque particularmente interesante para discutir tres temas que han sido ampliamente debatidos en los últimos meses pero que pocos analistas han estudiado de manera tan integral y comprensiva: la apertura económica, las perspectivas de producción petrolera de Cusiana y el proceso de descentralización fiscal.

El trabajo no sólo se destaca por atacar estos tres temas de manera integral sino por enfocar su estudio con una perspectiva que podría ubicarse en las tendencias de la "economía del desarrollo", con preguntas que van más allá de consideraciones de corto plazo y de los ajustes puramente financieros.

En términos generales, comparto la mayor parte de las apreciaciones que se hacen en el trabajo y por ello, más que en una crítica, prefiero concentrar este comentario en destacar algunos puntos que a mi juicio llaman particularmente la atención.

Tal vez el único comentario crítico importante que quisiera hacer al documento se refiere a la ausencia de una explicación detallada sobre las bases y supuestos de las proyecciones que allí se presentan, ya que son esas proyecciones las que sirven de apoyo para la mayor parte de los comentarios y conclusiones de los autores. En cualquier caso, y sin perjuicio de las observaciones que pudieran hacerse sobre aspectos específicos de esas proyecciones, es claro que ellas resultan en un escenario consistente de lo que razonablemente se puede esperar que sea la economía colombiana en la década de los noventa. Sobre ese mismo escenario voy a basar mis comentarios, los cuales deseo dividir en tres partes: (1) los relacionados con Cusiana y el ajuste del sector externo, (2) los que vinculan la apertura económica con el crecimiento exportador y (3) las perspectivas fiscales.

---

\* Vicepresidente de Investigaciones Económicas y Planeación. Bancoldex.

## 1. CUSIANA Y EL AJUSTE EXTERNO: UN AJUSTE YA REALIZADO

Lo primero que a mi juicio se destaca en las proyecciones presentadas por el trabajo de Flórez y Fernández es que, desde el punto de vista del sector externo, el *ajuste requerido* ante el "shock" inducido por el descubrimiento de Cusiana, ya se produjo y con creces.

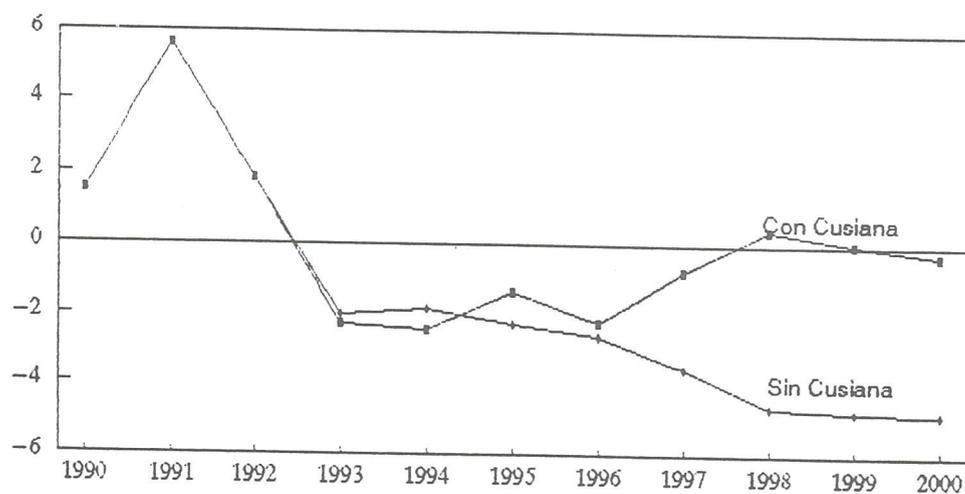
Ello se aprecia claramente en los Gráficos 1 y 2, en los cuales se reproducen las proyecciones de balance en cuenta corriente y de exportaciones colombianas totales, como porcentajes del PIB, con y sin Cusiana. Desde 1993 hasta el año 2.000, las proyecciones son tomadas directamente de las presentadas en el trabajo de Flórez y Fernández. Lo único nuevo que se hace es adicionar las cifras correspondientes a los primeros años noventa, con el propósito de hacer más explícita la comparación entre esas cifras y las de los años venideros. Al ser vistos en perspectiva, los ingresos por exportaciones previstos como efecto de Cusiana, si bien llegan a representar algo más de 5 puntos porcentuales del PIB hacia 1.998, resultan inferiores a la pérdida de participación de las exportaciones totales en el PIB observada entre 1.990 y 1.993 (siete puntos porcentuales, al reducirse de 19.9% en el primero de esos años a 12.9% en el último).

Por su parte, el deterioro en la cuenta corriente de la balanza de pagos observado entre 1991 y 1993 es superior en magnitud al efecto previsto de Cusiana sobre esa cuenta en 1.998. Esto, además, resulta particularmente llamativo cuando se tiene en cuenta que los estimativos de déficit corriente de la balanza de pagos de Flórez y Fernández para 1993 y 1994 son relativamente optimistas en comparación por ejemplo con los del Departamento Nacional de Planeación. De hecho, de acuerdo con el *Programa Macroeconómico y Plan Financiero, 1993-1994* aprobado por el CONPES el pasado 11 de noviembre, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se estima en 3.2% del PIB para 1993, frente a 2.3% estimado en el trabajo que se comenta, y se proyecta en 5.1% del PIB para 1994, frente a 3.2% en la proyección alta de Flórez y Fernández.

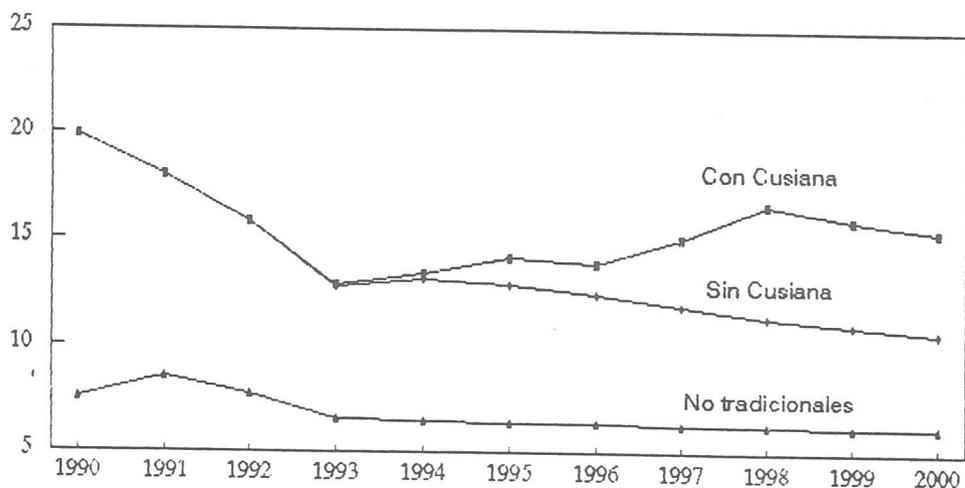
De esta forma, los Gráficos 1 y 2 permiten poner en perspectiva la gran bonanza petrolera y de divisas que se tiene prevista para los últimos años de la década de los noventa, bonanza que sin embargo no alcanza para recuperar los porcentajes de exportaciones sobre PIB ni los niveles del balance en cuenta corriente de la balanza de pagos de los años que acaban de pasar.

En estas condiciones, resulta por lo menos paradójica la enorme preocupación que en los últimos meses han mostrado las autoridades económicas sobre el manejo que deberá darse a la "abundancia de recursos externos" en que supuestamente irá a desenvolverse la economía colombiana en lo que resta de esta década. Con las proyecciones que se tienen de la cuenta corriente de la balanza de pagos, tal abundancia de recursos externos, así como las consecuentes presiones a una revaluación real del peso, sólo podría surgir de flujos muy importantes de capitales.

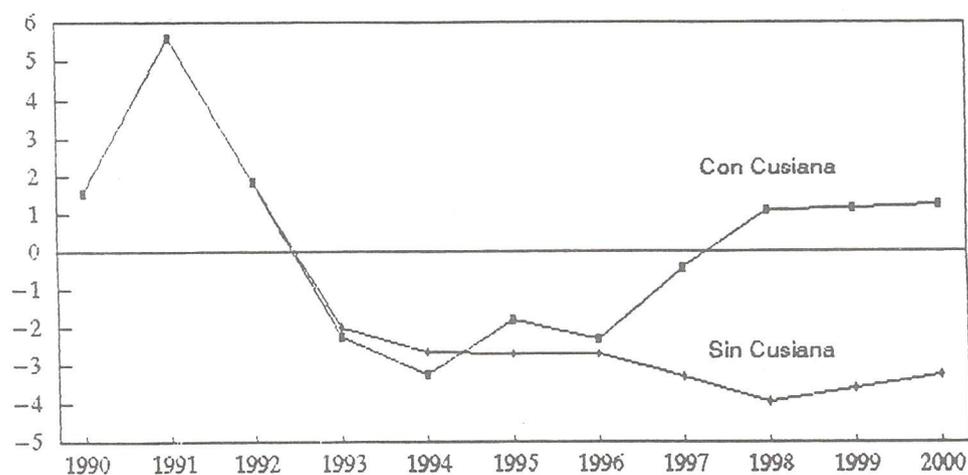
**Grafico 1 (Escenario bajo)**  
Balanza en cuenta corriente como porcentaje del PIB



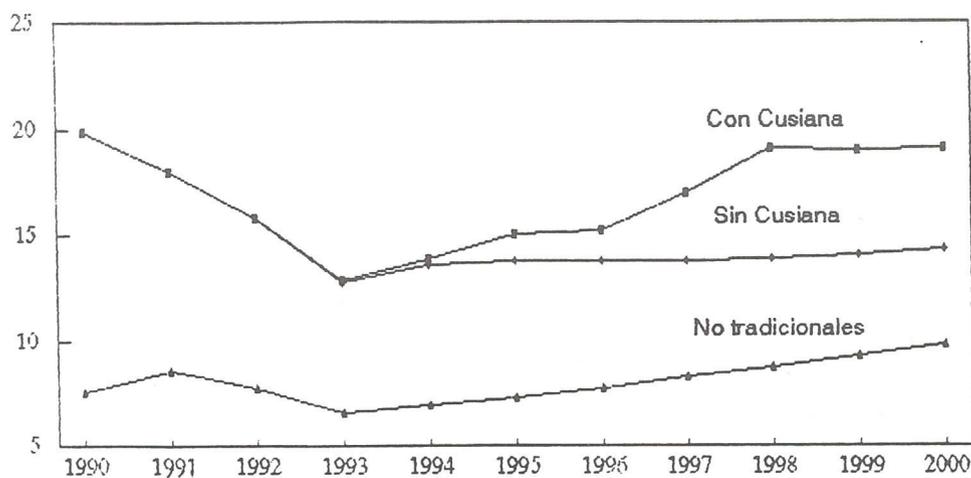
**Exportaciones como porcentaje del PIB**



**Grafico 2 (Escenario alto)**  
**Balanza en cuenta corriente como porcentaje del PIB**



**Exportaciones como porcentaje del PIB**



Surge con esto un tema que no es tratado sino marginalmente en el trabajo que se comenta, como es el de la libertad cambiaria y el endeudamiento externo. El trabajo de Flórez y Fernández, a pesar de presentar cifras tan contundentes como las mencionadas, aparece en varios de sus apartes imbuído por la percepción, muy generalizada en el país, de acuerdo con la cual la abundancia de divisas y la tendencia a una revaluación real del peso en los próximos años son totalmente inevitables. A mi juicio, las proyecciones muestran que ello sólo sería así si las autoridades inducen ingresos de capitales al país y promueven el endeudamiento externo público y/o privado. Afortunadamente, la Junta Directiva del Banco de la República todavía tiene en sus manos herramientas para evitar influjos excesivos de capitales especulativos. Por su parte, un proceso de endeudamiento externo público sería evitable por parte de las autoridades pero para ello se requiere mantener el déficit fiscal bajo control.

## **2. APERTURA, COEFICIENTES DE EXPORTACION Y POLITICAS DE PROMOCION**

El otro punto que a mi juicio se destaca claramente en los Gráficos 1 y 2 tiene que ver con la relación entre el proceso de apertura económica iniciado en 1.990 y los coeficientes de exportación. Flórez y Fernández nos recuerdan de manera muy oportuna que en el planteamiento inicial de la apertura económica, la justificación de un cambio estructural se hacía primordialmente por reducir el sesgo antiexportador. Sin embargo, los gráficos muestran que a pesar de que a la apertura se le adicionó una bonanza exportadora, los coeficientes de exportaciones sobre PIB no llegan en ningún año a recuperar los niveles de 1.990.

En el diagnóstico que se presenta de las proyecciones mencionadas, comparto con Flórez y Fernández la idea según la cual la política económica debe adaptarse para inducir mayores crecimientos en las exportaciones. Sin embargo, creo que esa adaptación debe surgir ante todo de unas condiciones macroeconómicas que hagan posible elevar la tasa de cambio real, para lo cual se requiere controlar el déficit financiero del sector público y evitar que la oferta de divisas se vea afectada en grado importante por entradas privadas de capitales. No comparto, en cambio, la posición que parecen tener los autores a favor de políticas sectoriales específicas de carácter discriminatorio en beneficio de algunos tipos de exportaciones y en particular de las exportaciones por competitividad externa surge de factores distintos a la intensidad en mano de obra y de su utilización barata. La escogencia de sectores ganadores y perdedores por parte de las autoridades económicas está muy lejos, a mi juicio, de los principios fundamentales de la apertura económica y del juego que se desea dar a la iniciativa privada. Además, las exportaciones que basan su competitividad externa en la intensidad en recursos naturales o en mano de obra barata pueden llegar a generar círculos virtuosos más positivos, en términos de desarrollo tecnológico y encadenamientos productivos, que exportaciones subsidiadas de productos tecnológicamente sofisticados pero altamente intensivos en importaciones.

Tengo la sensación de que, implícitamente, los autores del trabajo que se comenta asumen una posición crítica del gobierno por no haber desarrollado mecanismos de apoyos sectoriales directos a través de subsidios a la

reconversión y modernización industrial. En este punto, sin embargo, considero que la crítica va en contra de la necesidad que los mismos autores enfatizan de que el gobierno defina claramente sus prioridades de gasto. Si bien la inversión en infraestructura física fue definida en forma clara como una de las prioridades del gasto público para apoyar la modernización del aparato productivo, cosa muy distinta sucedió con los apoyos y subsidios sectoriales. Las complicaciones fiscales para los años venideros que el artículo destaca como consecuencia del fuerte aumento que se ha dado en el gasto público durante el presente gobierno serían mucho más difíciles de manejar si no hubiera habido una decisión tan clara en el sentido de reducir los subsidios y los apoyos sectoriales específicos.

### 3. PERSPECTIVAS FISCALES

En lo que respecta al gasto público, la lectura que hago del trabajo de Flórez y Fernández es que si bien hay un crecimiento muy grande durante la presente administración -los gastos del Gobierno Central pasan de 11 por ciento del PIB en 1990 a casi 14 por ciento en 1993-, ese crecimiento no puede ser interpretado simplemente como resultado de desorden fiscal. Hay cosas que se pueden corregir, gastos que se pueden reducir, ineficiencias que se pueden eliminar y actividades que se pueden privatizar. Pero hay un crecimiento del gasto que es estructural, debido a necesidades nuevas para el desarrollo económico y social del país, algunas de las cuales han sido reconocidas en la propia Constitución Nacional.

En este contexto, me parecen muy apropiadas unas cifras que trae el trabajo presentado en este mismo Taller por los Asesores del CONFIS<sup>1</sup>, en las cuales se compara el gasto público colombiano con el de otros países. Expresado como proporción del PIB, el gasto público del Gobierno Central en Colombia (14 por ciento en 1993) es muy inferior al de cualquier país desarrollado (20 por ciento en Estados Unidos, 44 por ciento en Francia, 40 por ciento en Austria y 20 por ciento en Canadá) y al de los países en desarrollo con los cuales se compara en el trabajo citado (22 por ciento en India, 75 por ciento en Brasil, 26 por ciento en Uruguay y 31 por ciento en México).

Sin perjuicio de la necesidad evidente de privatizar algunas actividades y de la urgencia de mejorar la eficiencia y la calidad del gasto público, resulta indispensable que un país con el nivel de desarrollo económico y con los problemas sociales que tiene Colombia aumente el tamaño del Estado más allá de lo que aumenta el nivel de producción. Paradójicamente un gobierno declarado neoliberal como el actual es el que ha tenido que reconocer ese hecho y ha creado los mecanismos para aumentar el gasto público como porcentaje del PIB.

El problema que surge es el de cómo incrementar el gasto sin inducir un mayor déficit del sector público, máxime cuando varias de las reformas estructurales adoptadas, como es el caso de la reforma arancelaria, implican una reducción

---

<sup>1</sup> Israel Fainboim y Olga Lucía Acosta, "Evaluación y Perspectivas de la Descentralización Fiscal en Colombia", Mimeo, Santafé de Bogotá, noviembre de 1993. Cuadro 5

importante de los ingresos gubernamentales. Es evidente que para ello se requerirían reformas de gran trascendencia en el plano tributario. Sin embargo, lo que muestran las proyecciones del trabajo de Flórez y Fernández es la peligrosa tendencia, muy conocida en otros países de vocación petrolera, a que el crecimiento del Estado, a pesar de ser un crecimiento de carácter permanente, se financie en la década de los noventa con cargo a los recursos eminentemente temporales que genera la bonanza petrolera de Cusiana.

No vale la pena entrar en este comentario a repetir las elocuentes cifras del trabajo de Flórez y Fernández. Quisiera en cambio mencionar que las implicaciones de esas cifras coinciden en lo fundamental con las que surgen del análisis coyuntural realizado por Fedesarrollo en la entrega de diciembre de 1993 de la revista *Coyuntura Económica*. Allí se observa que a pesar de Cusiana, las finanzas del sector público se proyectan con saldo deficitario para todos los años restantes de la década de los noventa. Ese saldo deficitario se aumentará además con unos precios internacionales del petróleo como los que se vienen observando desde diciembre de 1993, más cercanos a US\$ 13 por barril que a los US\$ 16 ó US\$ 18 por barril con que se han hecho la mayor parte de las proyecciones de ingresos de divisas por Cusiana. Y más grave aún, ese déficit será mucho mayor si las autoridades permiten que la tasa de cambio real del peso se siga revaluando debido a ingresos de capitales asociados con la coyuntura monetaria de los Estados Unidos, con las expectativas que las propias autoridades económicas colombianas han generado sobre una futura bonanza de divisas y con el proceso de endeudamiento externo público que necesariamente sobreviene ante unas finanzas estatales desajustadas.

El gran reto para la política económica de las dos próximas administraciones será evitar que continúe el proceso de revaluación real del peso y que se presente un desajuste creciente en las finanzas públicas, aún si ese desajuste resulta escondido bajo los ingresos temporales provenientes de Cusiana. Sin embargo, ese reto será imposible de alcanzar si seguimos convencidos de que todo aumento en el gasto público y todo deterioro de la balanza de pagos que se observen en el futuro cercano serán males menores, comparados con las dificultades de manejo que supuestamente traerán las avalanchas de divisas y de ingresos públicos asociados con la explotación petrolera.

# LA APERTURA EN COLOMBIA: LA EXPERIENCIA DE LOS SETENTA VERSUS LOS NOVENTA

Gabriel Misas\*

Este trabajo, que hace parte de uno más extenso, abarca cambios de regulación en la economía colombiana desde 1958 hasta 1990.

## ELEMENTOS DEL MARCO INSTITUCIONAL SOBRE POLITICAS MACROECONOMICAS EN LA DECADA DE LOS OCHENTAS

**F**rente a los procesos de apertura hay una enorme discusión en torno a cuál fue su causa. Dependiendo de los medios, se habla de las presiones externas como la del Banco Mundial, la del Fondo Monetario Internacional, o la de las tendencias liberales al interior del equipo gubernamental. Sin embargo, muy poca gente se ha preguntado por qué, independientemente de esos factores, en los grupos dirigentes del país de hoy en día se acogió favorablemente la apertura mientras hace algunos años fue rechazada.

Dos elementos centrales marcaron la política económica del país durante más de 40 años, desde 1950 hasta 1990:

- La protección a la producción nacional, fundamentalmente al sector industrial.
- La conservación de los ingresos del sector agro exportador, especialmente del grupo cafetero.

---

\* Profesor Asociado de la Universidad Nacional de Colombia.

Esta política se implementó a través de altos niveles de protección efectiva para los bienes producidos localmente bajo el esquema de la industrialización, por medio de la sustitución de importaciones y el financiamiento de la acumulación de capital mediante el sistema crediticio, en particular, el crédito de fomento, que fue muy importante en el período comprendido entre 1950 y finales de la década de los 70.

Estas dos formas institucionales de la economía colombiana, se modificaron radicalmente en el año 90. ¿Qué fue lo que pasó en este período? Para comprenderlo es necesario conocer un poco algunas características de la industrialización sustitutiva.

1. La relación entre la técnica y la tecnología, era muy débil: las normas de producción generadas internamente, empezaron a alejarse en forma radical de las normas vigentes internacionalmente.
2. La relación salarial no se había generalizado al conjunto de la población. Mientras en sociedades europeas, el 90% o más de la población empleada tiene una relación salarial, en el caso de América Latina, a través de la sustitución de importaciones, esa relación es más reducida. En Colombia, solamente el 18% de la población que tiene un empleo recibe una remuneración salarial.
3. La configuración de formas oligopólicas de producción se incrementó en el tiempo. Al comparar lo que existía en el año 58 con lo existente a finales de la década de los 80, se destacan dos elementos:
  - Un crecimiento en los grados de concentración, medido bien sea por Bain, por el índice de Hirschman o incluso por el coeficiente de Entropía. Ese grado de concentración y centralización de capital permitió la generación de excedentes mayores en ciertos grupos, de los que eran necesarios para llevar a cabo los procesos normales inversión, para mantener sus posiciones en el mercado. En otros términos, por ejemplo, Bavaria generaba más excedentes de los que necesitaba para mantener su posición en el mercado de la cerveza, se fueron generando procesos de conglomeración muy importantes en la economía.
  - El fenómeno de concentración y centralización de capital se venía presentando desde tiempo atrás en la economía colombiana, pero con una característica central: en torno a las grandes empresas se iban conformando grupos, conglomerados industriales, primero bajo procesos de integración horizontal y posteriormente de integración vertical.

Si se compara un grupo como Bavaria en la década de los 50, de los 70 y los 90, aparecen cambios importantes. En el año 50, Bavaria ya tenía el dominio, era una firma que había absorbido la competencia. En ese momento había solamente tres firmas independientes de cerveza, Bavaria, la de Medellín y la de Barranquilla. Alrededor de Bavaria giraban una cantidad de empresas, todas industriales, que tenían que ver directa o indirectamente con el proceso de la fabricación de cerveza, como Conalvidrios, la productora de tapas, etc., incluso tenían relaciones anexas con sectores que apoyaban la producción de cerveza a través de la agricultura.

Este esquema se encuentra igualmente en el año 70 y es válido para las grandes empresas colombianas; se presentó un proceso de centralización a través de integración vertical y horizontal.

El panorama cambia radicalmente si se compara lo existente en el año 70 con el año 90.

La característica principal es que el crecimiento del excedente y la mayor liquidez de la economía, permitieron la conformación de grupos económicos financieros muy grandes, donde el eje central ya no era el sector manufacturero; los grupos se diversificaron y tenían vectores en el sector financiero y en el sector servicios.

En el estudio aparece el análisis de cinco grandes grupos: el grupo Santodomingo, Ardila, el Sindicato Antioqueño, la Corporación Financiera del Valle, el grupo Safor y el grupo del Banco de Occidente y el Banco de Bogotá.

El grupo Santodomingo ha dejado de ser, hoy día, ese Bavaria profundamente sentado en la producción de cerveza y con nexos de los años 50 o 70. Ahora está diversificado en un gran sector financiero con múltiples actividades tales como bancos, compañías de seguros, compañías de financiamiento, servicios como radio, televisión, generación de energía, distribución de combustibles, generación de transporte de gas, aviación, etc. De igual forma, posee un gran vector internacional con inversiones en el exterior, en España, Estados Unidos y otros países.

Una de las características del grupo es que sus vectores centrales son de bienes no transables, incluida su producción principal que es Bavaria, que en su sentido estricto es un bien no transable, dadas las condiciones existentes del país. El ser transable o no transable no tiene que ver con las características físicas del bien, obviamente en el extremo están los bienes como los edificios, que son no transables, pero dada la situación geográfica de Colombia, los sistemas de distribución, las carreteras, la cerveza es un bien no transable en el sentido estricto. Es diferente en países como Bélgica o Francia, donde la cerveza es un bien eminentemente transable. Estas empresas están en sectores no transables de la economía y están protegidas

de la apertura por este hecho. Otra de sus características es que tienen sistemas de distribución muy grandes. Una de las barreras más importantes a la entrada, es el costo de establecer un sistema de distribución.

Se presenta, pues, un cambio cualitativo importante: La conformación de grandes grupos económicos financieros cuyos sectores fundamentales son bienes no transables, incluso el Sindicato Antioqueño, que ha sido un grupo fundamentalmente industrial, su gran fuerza radica en el sector financiero, con BIC y Suramericana.

Esta nueva configuración económica hace que los grandes grupos se interesen en los procesos de apertura. El discurso de apertura del año 90 del presidente Gaviria es exactamente el mismo que López trató de implementar a principio de la década de los 70: Apertura económica y reforma financiera. La reforma tuvo una mejor suerte, pero la apertura tuvo unanimidad en contra: la Andi, Fedemetal, Acoplásticos y la SAC, todos los gremios se unieron y derrotaron el modelo de apertura que duró unos pocos meses.

La reforma financiera se inició tímidamente a mediados de la década del 70, sin embargo, tuvo muchos problemas, incluso la misma bonanza cafetera primero y luego el desorden fiscal del gobierno de Turbay, llevaron a que las autoridades monetarias en lugar de reducir los encajes y eliminar las inversiones forzosas, aumentaran en varios períodos los encajes, e incluso el volumen de inversiones forzosas. Solamente con posterioridad al gobierno de Turbay, al final del gobierno de Betancur y, fundamentalmente, en el gobierno de Barco, se dieron pasos para proseguir la reforma financiera que se había iniciado en la época de López. Si bien López puso las bases de esa reforma, realmente la desarrolló el gobierno anterior y en éste se ha dado un paso grande.

El discurso, en líneas generales, era el mismo: disminución del tamaño del Estado, apertura económica, reforma financiera y apertura global. Sin embargo, ese proceso no se dio en la primera parte, a mi modo de ver porque los sectores que podían ser beneficiados no estaban tan claramente identificados como ahora. Los grandes grupos que se han conformado en los veinte últimos años, han permitido que la estrategia de los grupos dominantes económicamente tengan unas perspectivas totalmente diferentes a las que tenían en el año 70.

El discurso ha ido acompañado de dos aspectos importantes:

- La eliminación del control de cambios, que no se había expresado claramente en la década de los 70. En esta reforma se elimina el control cambiario, lo que ha producido efectos complicados porque no se pudo manejar adecuadamente el flujo de divisas.
  
- La eliminación del control cambiario en grupos profundamente internacionalizados es fundamental; incluso las dificultades legales que

tuvieron algunos fue debido al control cambiario. Al grupo Santodomingo, al final no le hicieron efectiva una multa, pero tuvo problemas por la dificultad que tenía de manejar negocios internacionales, existiendo al mismo tiempo un control cambiario; no era fácil para un grupo internacional manejar sus negocios con un control de cambio tan fuerte y demorado.

- La privatización de ciertos establecimientos públicos que generan enormes rentas de carácter monopólico porque los servicios ya sean públicos o privados son monopolios naturales. Incluso la recolección de la basura en Bogotá es un monopolio, independientemente de que haya cinco o seis empresas que presten el servicio, frente a cada casa no puede pasar sino una empresa de recolección de basura; en términos de servicios, el usuario está frente a un monopolista en cada casa.

La privatización de estos servicios, como telecomunicaciones, refinación y transporte de petróleo y los nuevos servicios financieros como fondos de cesantía, fondos de pensiones o la televisión, implican la posibilidad de utilizar los grandes excedentes que poseen los grupos y desbordan sus necesidades de acumulación de capital. Esto se vuelve un negocio muy atractivo, por lo tanto la apertura también va acompañada de negocios adicionales.

La gran desventaja que se vería en términos de la privatización de ciertos servicios públicos, es la siguiente: *Per se* no hay que defender el que estos servicios tengan que ser estatales, pero lo que se está dando en Colombia es un fenómeno de disminución en el ritmo de acumulación; el sector manufacturero de la década de los 80 tuvo la mitad de la acumulación de capital existente en los años 70, ha habido un menor ritmo de ésta porque la demanda no ha crecido de manera apreciable. Cuando hay un menor ritmo de acumulación de capital, la introducción de innovaciones tecnológicas tiende a hacerse espasmódica con los nuevos equipos.

La característica central de la industria colombiana en los años 80, era el débil ritmo en la acumulación de capital. Vale la pena insistir sobre esto porque hay algunos trabajos que han tratado de mostrar lo contrario, sin embargo, hay que ser muy precisos en el manejo de las estadísticas.

A la inversión en la industria manufacturera en la década de los 80, según las cifras del DANE, para ser consistentes y rigurosos es necesario restarle dos sectores:

- Las inversiones en lo que el DANE llama industrias metálicas básicas, como Cerromatoso que es un proyecto de exportación más ligado al sector minero que a la dinámica propiamente industrial del país.

- La refinación de petróleo que también tiene una dinámica totalmente diferente. En el período de los años 80 se hicieron los tres grandes proyectos de Ecopetrol, las plantas de balance y optimización en Barrancabermeja y ampliación y planta de optimización en Cartagena.

Si se excluyen esos sectores del volumen de inversión en el sector industrial, la tasa de crecimiento de ésta en equipo en el sector manufacturero es muy reducida.

En un trabajo realizado por el autor de este trabajo para la Cepal, entrevistando a dirigentes de empresas extranjeras y haciendo la comparación con las grandes empresas nacionales, encontró que los procesos de innovación fuertes que se hicieron en la industria manufacturera en la década de los 80, fueron fundamentalmente mejoras en los sistemas de administración, reducción de costos a través de incrementos en los procesos de subcontratación y de empleo temporal y un manejo más efectivo del *cash flow*, generado por las empresas; esta situación se pudo apreciar en drásticas reducciones de los períodos de crédito a los compradores y un manejo más racional, dado que existían divisas, de los stocks de bienes importados; sin embargo, no hubo ese gran salto tecnológico que era necesario para obtener altos niveles de competitividad en el mercado nacional. Este hecho explica por qué la participación de las exportaciones dentro de la producción industrial no ha crecido, todavía existen atrasos importantes y rezagos tecnológicos en el sector manufacturero.

El proceso de creación de grupos económicos financieros, unido a un proceso de privatización de servicios de bienes públicos, a los cuales tendrían más facilidad de acceso las grandes corporaciones y los grandes grupos económicos financieros existentes en el país, dio lugar a que la apertura se viera con ojos totalmente diferentes a los de los años 70.

Por lo demás, la apertura iba ligada a grandes procesos de desreglamentación. Había sectores que, se suponía, iban a ser muy frágiles frente a la apertura y que han demostrado una situación un poco diferente; es el caso de la industria automotriz que se caracterizaba por dos elementos:

- Un monopolio local de los productores locales que se habían dividido el mercado en franjas: Sofasa producía automóviles y General Motors producía vehículos comerciales; más del 90% de la cifra de negocios de la General Motors era la venta de camiones, menos del 10% correspondía a la venta de automóviles.
- Un proceso muy complicado de reglamentación: Sólo podían producir un número determinado de modelos, debían mantenerlos durante un número de años, había una lista de componentes de los vehículos que tenían que ser comprados localmente, etc., como consecuencia se crearon monopolios pequeños frente a cada uno de esos productores, para hacer los vidrios, los escudos, el tanque de gasolina, etc.

Aparte de esto, había control de precios, tanto del vehículo terminado como de las autopartes importadas; además, cada año debía negociarse cuántos vehículos se iban a producir el año siguiente y cuáles eran los compromisos de exportación.

Al reducir los aranceles, al abrir las importaciones, mucha gente suponía que el grupo más golpeado iba a ser la industria automotriz, que iba a desaparecer del mercado en esas condiciones.

La apertura vino acompañada de la eliminación de las restricciones legales que pesaban sobre la industria. Una de las características que ha empezado a tener todos los grupos industriales es una combinación de producción nacional con importaciones. Ha habido un volumen creciente de bienes importados y sustitución parcial de producción nacional por bienes importados. Por ejemplo, la General Motors sigue produciendo sus modelos en Colombia, al mismo tiempo, ha traído al país una gran cantidad de gama de bienes que antiguamente no se importaban y los está vendiendo a través de una red muy densa de concesionarios. Mientras los importadores de los automóviles BMW, tienen dos o tres distribuidores en Bogotá y uno fuera de ella, la Mazda o la General Motors tienen cada una más de 150 concesionarios para distribuir sus carros.

Los comerciantes tenían muy baja participación en las importaciones del país. Las importaciones en el año 80 podían ser más o menos así: 60% la industria, 30% el Estado, 10% el sector comercio; esta composición se mantuvo hasta principios de los 90.

Los que están aprovechando el proceso de apertura porque tienen las redes de distribución y de importación, son los mismos industriales. Al mismo tiempo que redefinen la gama de bienes producidos eliminando algunos de ellos, importan bienes complementarios a los que producen, incluso aparentemente competitivos, sin embargo, son franjas diferentes de precios.

En este momento no hay datos muy claros sobre cómo van las ventas, porque la encuesta empresarial de Fedesarrollo no permite tener esa información. Si las ventas se están comportando bien, podría pensarse que la producción está bien; eso era válido en los años 70 y 80, porque todo lo que vendían lo producían, hoy en día la situación es totalmente diferente.

En la encuesta empresarial hay algunos indicadores buenos, sin embargo, no se puede decir que la producción industrial tenga el dinamismo que se dice que tiene; el dinamismo ha caído en la producción, desafortunadamente los indicadores del DANE son muy pobres todavía y no nos permiten decir qué es lo que está pasando realmente en el sector manufacturero, lo que sí es claro es que la inversión de nuevos proyectos iniciales ha caído. Si se depuran las cifras del DANE, las pocas cifras que hay de comercio exterior no dan esos resultados, es un error agregar determinados ítems del arancel hacia el final, todo como bienes

de capital, allí vienen los automóviles, los bienes de consumo durable, etc., no hay claridad de qué bienes de capital se están importando al país.

Una de las debilidades del modelo de apertura, más que el cierre de industrias, es que no está muy clara la dinámica de acumulación de capital en el sector manufacturero. Hay claridad en que no se están haciendo procesos de acumulación de capital, pero no es posible determinar el comportamiento real de la industria en este momento debido a la carencia de cifras.

Al hablar con industriales no es fácil sacar conclusiones, porque ellos no pueden dividir claramente sus ventas de su producción local; existen referencias a problemas de ventas en el sector externo debido a menor competitividad, en parte por la eliminación de subsidios y la reducción de menor ritmo de la devaluación.

Quisiera hacer un comentario en torno al grado de protección efectivo de la industria manufacturera. La reducción de los aranceles de manera drástica y de las barreras para-arancelarias, no automáticamente, disminuía el nivel de protección efectiva, había niveles nominales muy altos que la industria nunca utilizó. La industria tiene normas de producción propia, alejadas de las normas internacionales, pero no con esa magnitud que reflejaban los aranceles. Cuando un arancel tenía el 80%, no quería decir que el precio del producto en Colombia fuera el precio internacional, más los costos de transporte, más el arancel de 80%, el arancel que utilizaban los industriales era mucho más reducido. Eso implicaba que los niveles de eficiencia, aunque fueran inferiores a los existentes internacionalmente, tampoco eran tan bajos.

La eliminación de aranceles y prohibiciones a la importación ha permitido a sectores como las pequeñas y medianas empresas en ciertas áreas como confecciones, productos de cuero, metalmecánica, obtener insumos a precios más reducidos, en condiciones no oligopólicas como se estaban produciendo antes.

La apertura es un proceso con el cual se puede tener diferencias en la forma como se presentó, pero es necesario y no creo que se vaya a reversar. Los efectos sobre la producción industrial van a depender de si el sector es de bienes transables o no transables. Tampoco se puede determinar que toda la pequeña industria está abocada a la desaparición por la competencia externa, hay una gran cantidad de sectores de pequeña industria ligados a bienes no transables, por ejemplo, todos los materiales de construcción producidos por la pequeña industria, como la carpintería metálica, madera o, en bienes de consumo, los alimentos.

Muchas de las empresas de pequeña y mediana industria producen para mercados locales, productos que solamente tienen demanda en el país, por ejemplo, difícilmente las galletas importadas van a reemplazar a las arepas.

## PREGUNTAS

1. *¿Qué efecto tiene este cambio en la estructura industrial, frente a la inmensa posibilidad de la apertura de nuevos mercados, como la integración con Venezuela, el Grupo de los Tres o el TLC?*

R. Un punto que no había tocado y que es fundamental para explicar estos cambios, es la radical modificación de la estructura de ingresos por exportaciones. Mientras en el año 50, el 90% de los ingresos de exportaciones de Colombia correspondían al café, en el año 70, menos del 10% eran bienes petroleros y mineros; para 1991, más o menos el 43% de los ingresos por exportaciones de bienes de Colombia, provienen de los minerales (petróleo, carbón, níquel y esmeraldas). Ha habido pues una modificación y nos estamos convirtiendo en una economía minero-petrolera, desde el punto de vista de las relaciones internacionales.

Ese cambio radical donde el café ya no representa sino el 17% de los ingresos de divisas del país, permitió que la segunda forma de regulación que, era el mantenimiento de los ingresos al sector exportador, no se siguiera dando y se rompiera el pacto que durante 40 años hubo entre usuarios de las divisas, fundamentalmente el sector industrial y el sector generador de ellas. La Federación de Cafeteros ya no hace parte del Consejo Superior de Comercio Exterior, lo que se está haciendo refleja una realidad: el café ya no tiene preponderancia.

En las negociaciones con México y Venezuela el gobierno ha sido bastante olímpico, no se han hecho estudios serios sobre la competitividad de los productos colombianos en el mercado venezolano y mejicano. Hacer integraciones de este tipo implicaría una coordinación que no está prevista, de políticas comerciales y de otro tipo, por ejemplo los subsidios. Venezuela tiene un sector estatal en metal-mecánica muy grande, es muy difícil competir con empresas cuyos costos no tienen importancia porque tienen subsidios enormes.

La situación de integración se ha acelerado por motivos políticos, tal vez para darle carácter de irreversible al proceso de apertura; sin embargo, mientras no exista una política industrial muy clara, no se podrán utilizar los nuevos arreglos internacionales. Para aprovechar verdaderamente el momento, es necesario tener en cuenta dos aspectos:

- Una política industrial clara.
- El futuro del sector industrial va a depender del crecimiento de la demanda interna.

Solamente se tiene éxito articulándose al mercado mundial, cuando es posible contar con una demanda interna que sustente el crecimiento de la producción; el caso por ejemplo de Europa es paradigmático: sólo tuvo posibilidades y logró exportar masivamente vehículos, cuando los empezó a consumir de esta forma a nivel interno; en los Estados Unidos el éxito de los años 30, 40, 50 y 70 exportando vehículos, fue debido a que desde el inicio de los años 20 se creó un sistema de consumo masivo de vehículos.

No se puede modelar la economía colombiana solamente a través de las relaciones externas, se deben crear condiciones internas que permitan aprovechar los mercados internos para hacerlos más eficientes, esa mayor eficiencia competitiva en el mercado internacional hace que el modelo se vaya realimentando. La dicotomía entre mercado interno y mercado externo no tiene sentido, solamente se es competitivo externamente si se logra ser eficiente internamente.

*2. ¿Hasta qué punto ese apoyo a la apertura se va a mantener tan generalizado, por ejemplo, en casos como el sector textil que claramente ya está en una actitud muy distinta?*

**R.** Si se analiza quiénes son los que están importando, son los grandes grupos. En textiles hay un rechazo no a la apertura en sí, sino a la importación masiva de bienes con subfacturación. El gobierno cometió un error grande al unir la aduana con impuestos nacionales, se olvidaron de las características de las importaciones colombianas, se creía que todos los importadores eran gente seria como las grandes empresas y que había que eliminar los trámites; sin embargo, hay miles de importadores que no son serios y con esa medida se abrió la puerta al contrabando. Lo que pide la industria textil no es el cierre total de las importaciones, sino control y precios de referencia.

*3. ¿Qué implicaciones tiene hacia el futuro esa situación de complementariedad que hay por parte de las empresas que diversifican su actividad?*

**R.** La especialización es bien importante porque las empresas colombianas tuvieron siempre una gama de productos exagerada, por ejemplo, en la industria textil en Colombia, no existe ninguna fábrica en el mundo que tuviera la gama de productos de Coltejer o Fabricato. Obviamente, el elaborar miles de referencias, cada una de ellas con tamaños, volúmenes y colores distintos, las hacía muy ineficientes.

El problema es el manejo de la política global del Estado, si crea condiciones propicias o si se presentan procesos masivos de revaluación hacia el futuro que hagan imposible la producción y la canasta sea solamente de importaciones.

Si el modelo continúa funcionando así, permitiría una mayor eficiencia productiva, disminuyendo la gama de bienes producidos y aprovechando economías de escala.

# EL SISTEMA FINANCIERO EN EL MEDIANO PLAZO<sup>1</sup>

Eduardo Lora\*  
Felipe Barrera\*\*

## I. INTRODUCCION

La reorientación de las políticas económicas ocurrida desde 1990 ha motivado numerosos estudios enfocados a evaluar sus efectos sobre el sector real de la economía (Ocampo, 1993; Ramírez, 1993; World Bank, 1993, Cap. 5). Algo semejante, aunque aún en forma más incipiente, ha empezado a ocurrir con la bonanza petrolera que generará la explotación de los nuevos yacimientos petroleros (DNP, 1993; Lora, Perry y Barrera, 1993).

El impacto que tendrán estas nuevas condiciones económicas sobre el desempeño del sector financiero no ha recibido en cambio ninguna atención. Esto es sorprendente, ya que algunas de las nuevas políticas tienen efectos de gran trascendencia sobre el sistema financiero. En particular, la liberación de las operaciones de crédito externo, la mayor movilidad de los flujos de capital resultante de la desregulación cambiaria y la adopción de la tasa de interés como objetivo de manejo de la política monetaria, son cambios que incidirán sobre el sector. De igual manera, las políticas que se adopten para estabilizar los flujos de ingresos cambiarios y fiscales de las nuevas explotaciones petroleras influirán sobre el desempeño del sector, puesto que determinarán la forma de intermediación de los nuevos recursos de ahorro que directa e indirectamente generará la bonanza.

El objetivo de este artículo es analizar las perspectivas de mediano plazo del sistema financiero en las nuevas condiciones de manejo de las políticas macroeconómicas y ante la perspectiva de Cusiana.

\* Director Ejecutivo Fedesarrollo.

\*\* Investigador Fedesarrollo.

1 Este trabajo forma parte de un proyecto sobre "Aspectos Financieros de la Apertura Económica" que se adelanta en Fedesarrollo con el apoyo del Centro Internacional de Investigaciones para el Desarrollo, CIID, de Canadá. Los autores agradecen los valiosos comentarios de Roberto Steiner.

**Para el efecto, se tienen en cuenta tanto el lado real de la economía como el funcionamiento de su sistema monetario y financiero.** Sin embargo, el modelo real no se describe aquí en detalle, ya que ha sido explicado en otro lugar (Lora, Perry y Barrera, 1993). Simplemente, en la sección II se resume la estructura básica de ese modelo y se presentan dos simulaciones que permiten ver su funcionamiento.

La estructura y funcionamiento del modelo financiero y su interacción con el modelo real sí son objeto de una discusión detallada, que ocupa la sección III de este artículo. El análisis se basa en el supuesto crucial de que la economía se encuentra integrada financieramente con el exterior de manera perfecta. Aunque este supuesto puede ser extremo en el análisis de corto plazo, es difícilmente controvertible en un horizonte de mediano plazo. De este supuesto se derivan el resto de implicaciones sobre políticas monetarias y financieras y sus efectos sobre el sector.

Las perspectivas de las principales variables monetarias y financieras se discuten en la sección IV. Para el efecto se tienen en cuenta diferentes alternativas de manejo de las políticas económicas más importantes. En materia cambiaria, se analiza la opción de mantener constante la tasa de cambio real frente a la opción de utilizar intensamente el tipo de cambio como ancla nominal para reducir la inflación. En materia fiscal, inicialmente se mantiene un mismo objetivo de déficit fiscal ante las dos opciones de manejo cambiario, lo cual da como resultado niveles diferentes de gasto público. Con respecto a las políticas monetarias se analiza la posibilidad de que se mantenga el saldo actual de operaciones de mercado abierto (OMA) o, en su lugar, que se utilicen las OMA para estabilizar el saldo de las reservas internacionales como porcentaje del PIB o, adicionalmente, para reducir dicho saldo gradualmente hasta desmontarlas por completo. En relación con el financiamiento del déficit fiscal se analiza la opción de que sea financiado con bonos domésticos frente a la alternativa del endeudamiento externo. En forma separada, se estudia también el efecto de aumentar el déficit fiscal con las dos opciones de financiamiento posibles. Las alternativas de manejo en cada área de la política económica se combinan entre sí para ver su efecto final sobre las variables monetarias, los indicadores de reservas y deuda externa y el desempeño de la cartera del sistema financiero.

La sección V resume las principales conclusiones del trabajo, haciendo énfasis en que el desempeño futuro del sistema financiero dependerá de la combinación de políticas cambiarias, monetarias, fiscales y de financiamiento público.

## **II. EL MODELO REAL: ESTRUCTURA Y RESULTADOS DE SIMULACION**

El modelo real fue construido con el objeto de captar los efectos directos e indirectos de las nuevas explotaciones petroleras y de las políticas fiscales y cambiarias sobre el desempeño del PIB, la inflación y las cuentas externas y fiscales.

## A. El modelo real<sup>2</sup>

El modelo real está constituido por cinco secciones. La primera corresponde a las cuentas de fuentes y usos de fondos de Cusiana, en las cuales se distinguen las operaciones de las compañías asociadas extranjeras de las de Ecopetrol. La segunda sección determina el PIB a partir de la demanda agregada. El consumo privado depende del ingreso privado y del consumo del período anterior. La inversión privada depende del PIB y de los precios relativos de los bienes de inversión. Las exportaciones están determinadas por la producción en el caso de petróleo y café, y por la tasa de cambio y la demanda externa para las menores. Las importaciones dependen igualmente de la tasa de cambio y de la demanda interna. La tercera sección del modelo determina los precios relativos y la inflación, la cual depende de la inflación pasada (componente de inercia), de la tasa de cambio (componente de costos) y del nivel de utilización de capacidad (componente de demanda). La cuarta parte del modelo determina las cuentas fiscales. El gasto público corriente es exógeno en términos reales. La inversión pública puede ser exógena o puede ser utilizada como un instrumento de política. Los ingresos gubernamentales son endógenos y provienen de las rentas de Cusiana y de impuestos que gravan la actividad económica. El modelo real cierra con la cuenta corriente de la balanza de pagos (quinta sección) y es el resultado de las exportaciones e importaciones (dependiendo tanto de volúmenes como de precios externos), la balanza neta de servicios factoriales y las transferencias y remesas de utilidades de Cusiana.

Como se discute en la siguiente sección, el submodelo real alimenta al modelo monetario-financiero a través de las siguientes variables: el nivel de producción agregada sin incluir rentas de Cusiana, el deflactor de dicha producción, la tasa de devaluación, el saldo de la cuenta corriente con el resto del mundo y el déficit fiscal.

## B. Dos escenarios alternativos

Para este estudio se consideran dos casos de estabilización de los recursos de Cusiana<sup>3</sup>. Los escenarios no deben interpretarse como proyecciones, sino como meras representaciones de situaciones hipotéticas destinadas a comparar manejos alternativos de política. En el escenario A se supone que la autoridad monetaria realiza una revaluación sostenida de la tasa de cambio con el objetivo de controlar la inflación, dada la holgura de reservas internacionales provenientes de Cusiana. Supone a su vez que el gobierno cumple una meta de déficit fiscal de 1% del PIB durante 1993-1996 y de perfecto equilibrio fiscal durante el resto de la década. En el escenario B se supone que la Junta del Banco de la República

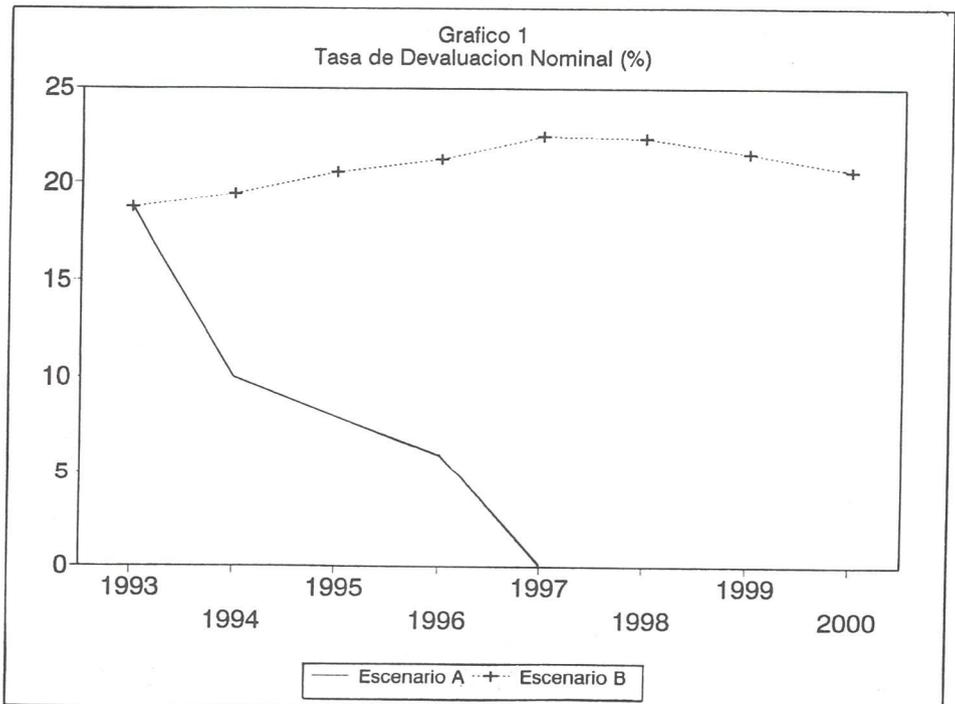
2 Para una descripción detallada del modelo real se remite al lector a Lora, Perry y Barrera (1993).

3 Se supone que Cusiana alcanza una producción máxima de 600.000 barriles diarios en 1997, de acuerdo con el perfil que se presenta en Lora, Perry y Barrera (1993). Los dos escenarios alternativos de política corresponden a los escenarios de "políticas de Banco de la República" y "políticas del gobierno", simbolizados como escenarios B y C, en el trabajo citado, pero manteniendo en ambos casos los mismos niveles de déficit fiscal como porcentaje de PIB.

sostiene la tasa de cambio real en un nivel constante y que el gobierno aprovecha los mayores ingresos fiscales que ello le reporta para realizar un mayor nivel de inversión, aunque manteniendo las mismas metas de déficit fiscal del caso anterior. De esta manera, los dos escenarios plantean simplemente la disyuntiva entre reducir la inflación a través de una menor devaluación y acelerar el crecimiento mediante mayor gasto público, manteniendo en ambos casos el mismo rigor fiscal.

En el escenario A, y gracias a una caída de la tasa de cambio real de 14 puntos entre 1993 y 1996 y de 13 puntos adicionales entre 1997 y 2000, se consigue una desaceleración significativa de la tasa de inflación, la cual se sitúa en un 5% para el año 2000. En términos de producción, esta política trae como resultado un lento crecimiento del PIB: 1.28% durante 1993-2000. En promedio, la cuenta corriente es deficitaria en 0.73% del PIB entre 1993 y 2000.

El escenario B arroja un crecimiento económico de 4.2% en promedio durante el período analizado, gracias a una expansión de la inversión pública de 8% anual en promedio. Sin embargo, la inflación promedio se sitúa en un 24.6%, estable y levemente superior al promedio histórico 1970-1993. En este escenario la cuenta corriente es deficitaria en -1.2% del PIB. (Los resultados reales de los dos escenarios se pueden ver en los Gráficos 1 a 5)



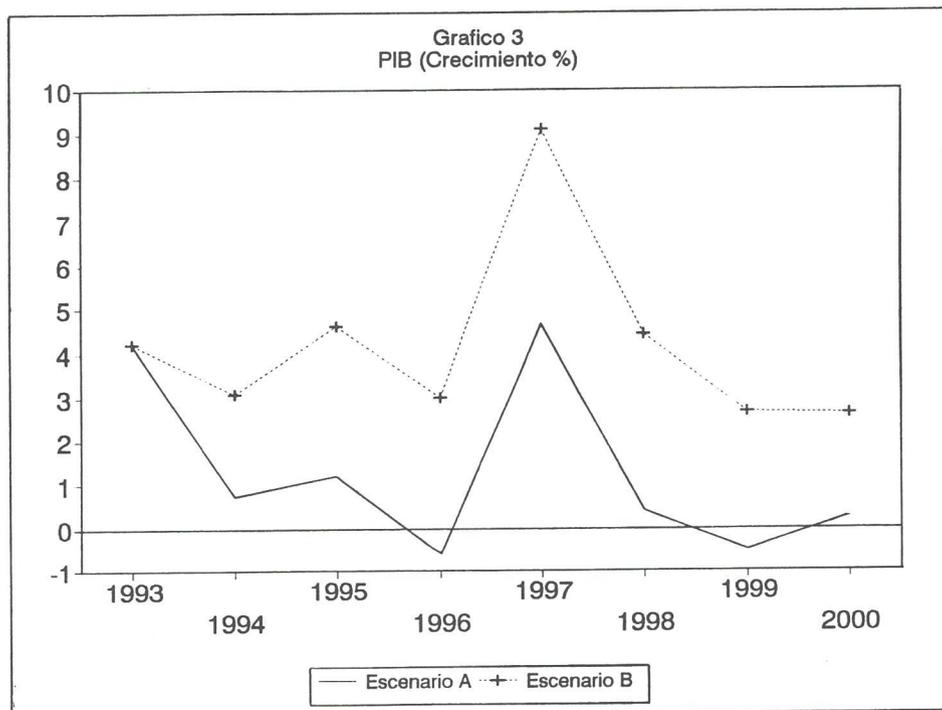
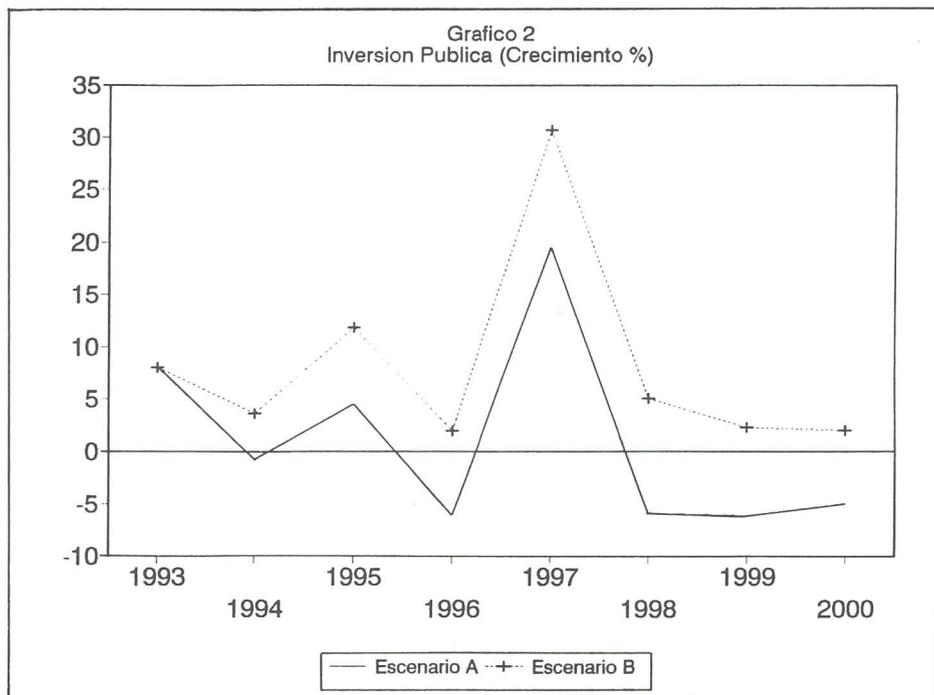


Grafico 4  
Tasa de Inflacion

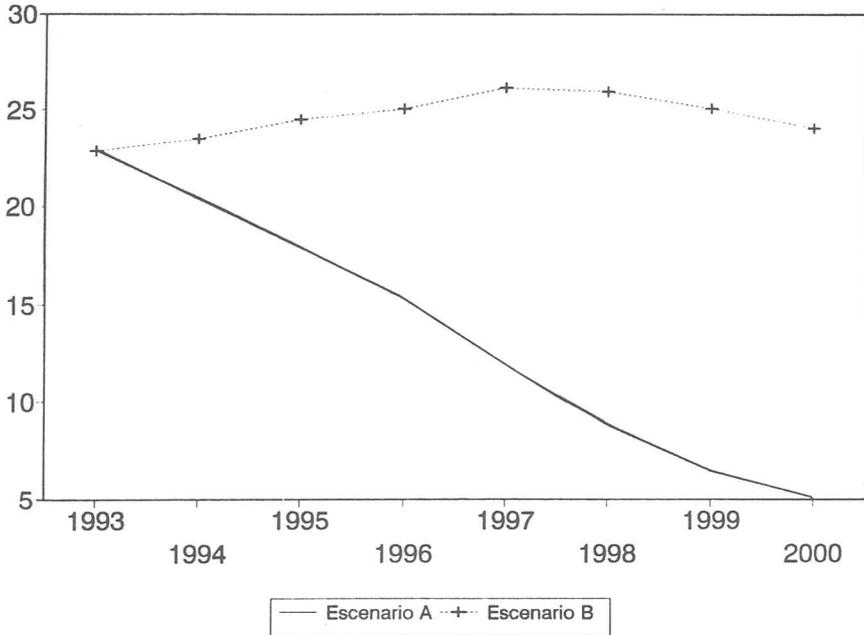
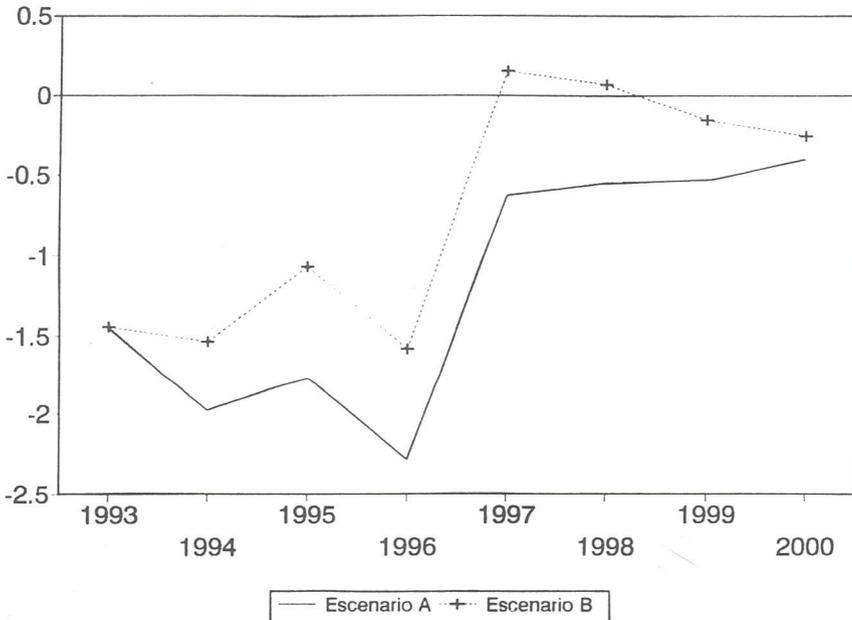


Grafico 5  
Cuenta Corriente (% del PIB)



### III. EL MODELO FINANCIERO

El modelo financiero tiene por objeto captar las principales interacciones entre el sistema financiero y la situación externa, cambiaria, monetaria y fiscal. El modelo financiero se alimenta de los resultados reales explicados en la sección anterior, pero no influye sobre ellos<sup>4</sup>. Este supuesto no acarrea mayores implicaciones, ya que en el nuevo contexto de la política monetaria y financiera, el modelo presume que en todo momento se satisfacen las demandas de dinero y de crédito de los agentes económicos. En estas condiciones, las variables deben jugar un papel neutro sobre las decisiones de gasto real. Una omisión que puede ser más importante es la influencia de la tasa de interés sobre dichas decisiones de gasto, que el modelo no tiene en cuenta debido a que no existen bases empíricas que la sustenten<sup>5</sup>.

El modelo puede ser visto también como un marco de consistencia macrofinanciera, que muestra las condiciones que deben cumplirse para que haya equilibrio financiero de todos los agentes, sin explicar los mecanismos de ajuste a través de los cuales tiene que llegarse a ese equilibrio. Por consiguiente, el modelo no considera la posibilidad, por ejemplo, de que las tasas de interés internas deban diferir temporalmente de la condición de paridad para inducir cambios en los niveles de endeudamiento privado externo que permitan equilibrar los balances ni la posibilidad de que excesos temporales de oferta monetaria puedan conducir a aumentos de precios.

La base crucial del modelo es el supuesto de perfecta movilidad de capitales, que conduce a las siguientes implicaciones: (1) la tasa de interés doméstica se equilibra con el rendimiento de los activos externos, teniendo en cuenta la devaluación esperada y el riesgo de la inversión financiera en el país; (2) la oferta monetaria se vuelve endógena para satisfacer la demanda de medios de pago; y (3) el crédito externo se convierte en un sustituto perfecto del crédito doméstico<sup>6</sup>. Dada la movilidad de capitales a que se encuentra sometido actualmente el país, cabe esperar que el funcionamiento del mercado monetario y financiero tienda a aproximarse con el paso del tiempo hacia esta descripción estilizada.

#### A. Estructura contable

El modelo financiero distingue cinco agentes económicos: el Banco de la República, el conjunto del sistema financiero, el gobierno, el sector externo y el

4 En particular, utiliza como insumo los resultados del PIB sin rentas de Cusiana, su deflactor implícito, el déficit fiscal, la cuenta corriente con el exterior y la tasa de devaluación del tipo de cambio.

5 No hay evidencia de que el consumo privado dependa de la tasa de interés. En el caso de la inversión privada las evidencias son contradictorias y poco concluyentes. Véase López (1993), Clavijo (1989), Ocampo y Crane (1989).

6 Estos supuestos son consistentes con el enfoque monetario de la balanza de pagos cuando la tasa de cambio está bajo control de la autoridad monetaria y hay movilidad de capitales. Véase Frenkel y Johnson (1980), Kreinin y Officer (1978) e IMF (1977). Obsérvese que el modelo utiliza una única tasa de interés, de forma que la condición de equilibrio con el exterior implica, por un lado, rendimientos financieros iguales para los ahorros financieros en el país y en el exterior, y por otro, costos iguales para los créditos domésticos y externos (en ambos casos, más la diferencia de riesgo país).

sector privado. El modelo parte de los balances financieros simplificados de estos agentes, tal como se presenta en el Esquema 1.

**ESQUEMA I  
BALANCES FINANCIEROS**

**A. Banco Republica**

RI	OMA
CNP	R
CNG	E
CNF	

**B. Sector Financiero**

R	CDT
CB	D
	CNF

**C. Gobierno**

CNG
BG
DXG
WG

**D. Sector Externo**

DXG	RI
DXP	
WX	

**E. Sector Privado**

E	CNP
D	CB
CDT	DXP
BG	
OMAS	
WP	

**SIMBOLOGIA:**

BG	Bonos del gobierno
CB	Credito domestico
CDT	Captaciones remuneradas del sistema financiero
CNF	Credito primario neto al sistema financiero
CNG	Credito primario neto al gobierno
CNP	Credito primario neto al sector privado
D	Depositos en cuenta corriente
DXG	Deuda externa del sector publico
DXP	Deuda externa del sector privado
E	Efectivo en poder del publico
OMAS	Operaciones de mercado abierto
R	Reservas del sistema financiero en el Banco de la Republica
RI	Reservas internacionales
WG	Riqueza financiera neta del sector publico
WP	Riqueza financiera neta del sector privado
WX	Riqueza financiera neta del sector externo

El balance del Banco de la República tiene como activos las reservas internacionales netas (RI) y los diferentes tipos de crédito neto al sistema financiero (CNF), al gobierno (CNG) y al sector privado (CNP). Como pasivos del Banco de la República se consideran el conjunto de las operaciones de mercado abierto (OMA) (incluyendo Certificados de Cambio) y la base monetaria (B), que equivale a la suma de las reservas bancarias (R) y el efectivo (E).

El balance del sistema financiero tiene en sus activos las reservas en el Banco de la República (R) y el crédito (CB), que se supone concedido en su totalidad en pesos al sector privado. Son pasivos del sistema financiero los depósitos en cuenta corriente (D), el conjunto de las captaciones remuneradas (representadas por la sigla de la más importante de todas: el CDT) y el crédito neto recibido del Banco de la República (CNF). Obsérvese que en el balance del sistema financiero no interviene ningún tipo de activo ni pasivo externo. Esto implica que las operaciones financieras con el resto del mundo no tienen lugar a través del sistema financiero.

En los dos casos anteriores, por tratarse de agentes cuya actividad económica es financiera, se supone que los activos equivalen a los pasivos financieros. Por consiguiente, sus riquezas financieras netas son cero. En los demás agentes, éste no es el caso, ya que las posiciones financieras netas están afectadas por sus actividades reales.

En el caso del gobierno, no se identifica ningún activo, y los pasivos comprenden el crédito recibido del Banco de la República (CNG), los bonos colocados en el mercado nacional (BG) y la deuda externa pública neta (DXG). Por consiguiente, la riqueza financiera neta del gobierno (WG) es negativa.

El sector externo, por su parte, tiene como activos la deuda externa pública (DXG) y privada (DXP) y como pasivos las reservas internacionales (RI). Su riqueza financiera neta (WX) es el balance de estos valores.

Finalmente, el sector privado tiene como activos el efectivo (E), los depósitos en cuenta corriente (D), las captaciones remuneradas del sistema financiero (CDT), los bonos del gobierno (BG) y las operaciones de mercado abierto (OMAS). Sus pasivos comprenden el crédito recibido del Banco de la República (CNP), el crédito del sistema financiero (CB) y la deuda externa privada (DXP). Su riqueza financiera neta (WP) es la diferencia entre activos y pasivos.

Puesto que todo activo financiero de un agente es un pasivo financiero de otro agente, la suma de las riquezas financieras netas de todos los agentes es igual a cero. También puede deducirse de aquí que la riqueza financiera neta del sector privado equivale a la suma de las reservas internacionales y los bonos del gobierno, menos la deuda externa privada,

$$WP_t = RI_t + BG_t - DXP_t$$

Es útil observar también que el cambio en la posición financiera neta del sector privado equivale a los cambios en los saldos de los activos menos los pasivos financieros, cambios éstos que tienen origen en operaciones financieras con los demás agentes y en valorizaciones. El saldo de las operaciones financieras que realiza en un período cualquiera el sector privado con los demás agentes equivale a la suma del superávit en cuenta corriente con el resto del mundo (CC) más el déficit del gobierno (DEF). Este es, también, el aumento en su propia riqueza debido al exceso de ingresos sobre gastos de los demás agentes<sup>7</sup>. Pero además, la riqueza financiera del sector privado se altera por las valorizaciones de sus activos o pasivos. En el balance financiero simplificado que estamos utilizando para el sector privado, solo pueden ocurrir valorizaciones en el rubro de deuda externa (DXP) debidas a cambios en la tasa de cambio, ya que las demás partidas se encuentran denominadas en pesos. Por consiguiente, el cambio en la riqueza financiera neta del sector privado corresponde a

$$\Delta WP_t = CC_t + DEF_t + \left( \frac{ITCN_t}{ITCN_{t-1}} - 1 \right) * DXP_{t-1}$$

donde CC es el saldo de la cuenta corriente, DEF el déficit fiscal, ITCN es un índice de la tasa de cambio nominal y DXP es el saldo de la deuda externa privada valorado en pesos.

## B. Ecuaciones de comportamiento

Las ecuaciones de comportamiento que utiliza el modelo se relacionan con la oferta monetaria, la demanda de dinero, la demanda de crédito del sector privado y la paridad de las tasas de interés.

Con respecto a la oferta monetaria se establece la relación usual entre los medios de pago (M1) y la base monetaria a través del multiplicador

$$M1_t = m * B_t$$

donde M1 se define como la suma del efectivo (E) y las reservas bancarias y donde el multiplicador m equivale a

$$m = \frac{1 + e}{e + r}$$

siendo e la relación entre efectivo y depósitos en cuenta corriente (E/D) y r la relación entre la reserva bancaria y los mismos depósitos (R/D).

<sup>7</sup> Recuérdese que hemos supuesto que el Banco de la República y el sistema financiero realizan solo operaciones financieras, por lo cual no pueden tener desequilibrio alguno entre ingresos y gastos.

Para que esta expresión pueda utilizarse como una ecuación de comportamiento debe suponerse que  $e$  y  $r$  vienen dadas, ya que de otra forma se trataría de una simple tautología algebraica. La relación  $r$  se supone que está bajo control de la autoridad monetaria a través de la política de encaje. La relación  $e$  se supone que es una constante determinada por los hábitos del público.

Debido a la estructura del modelo, son los medios de pago, junto con las relaciones  $e$  y  $r$ , los que determinan el monto requerido de base monetaria. La causalidad es la opuesta de la que suele suponerse en los modelos de economías cerradas financieramente.

La demanda monetaria que debe ser satisfecha en todo momento está dada por

$$M_t^d = k * IPIB_t^a * PIBNP_t^b * TID_t^c$$

donde PIBNP es el PIB sin rentas de Cusiana, IPIB es su deflactor implícito y TID es la tasa de interés nominal pasiva, que a su vez viene dada por

$$(1 + TID_t) = (1 + TIX_t) * (1 + TED_t) + u$$

(donde TIX es la tasa de interés externa, TED es la tasa esperada de devaluación y  $u$  es el premio por el riesgo de invertir en el país, que se considera constante. Se supone que TED equivale al ritmo de devaluación de la tasa de cambio oficial, que es conocido, y está bajo control de la autoridad monetaria.

Finalmente, se supone que la demanda de crédito total del sector privado está dada por la expresión

$$CP_t^d = f * IPIB_t * PIBNP_t^g$$

Esta expresión tiene implícito que el sector privado demanda un stock de crédito que se encuentra valorado en pesos y que, por lo tanto, se altera cuando cambia la tasa de cambio aún cuando no cambie el saldo en dólares de la deuda externa privada. Esta expresión también tiene implícito que la demanda de crédito del sector privado responde sólo a factores reales y, en particular, que no se demanda crédito para realizar inversiones financieras. La justificación de este supuesto se encuentra en el hecho de que, en condiciones de equilibrio los rendimientos de los instrumentos de ahorro financiero no pueden ser superiores al costo de los créditos.

En la ecuación de la demanda monetaria se supone que la elasticidad con respecto a los precios es 0.8, al producto nominal 1.4 y a la tasa de interés  $-0.2^8$ . En la ecuación de paridad de las tasas de interés el premio por riesgo toma el

8 Estos parámetros provienen de las estimaciones econométricas de Herrera y Julio (1993).

valor de 0.03<sup>9</sup>. En la ecuación de la demanda de crédito se supone una elasticidad de 2 con respecto al producto<sup>10</sup>.

Para su funcionamiento, el modelo financiero fue calibrado de acuerdo con la matriz financiera para 1991 estimada en Lora, Zuleta y Zuluaga (1993). Esta base se extrapoló hasta 1993<sup>11</sup>, para realizar a partir de este año las simulaciones alternativas de política<sup>11</sup>.

### C. Efectos de las variables exógenas y de política

Debido a que el Banco de la República ya no está facultado para otorgar créditos, se considera que los valores del crédito primario neto a los distintos sectores (CNP, CNG, CNF) permanecen sin cambio. De esta manera, los cambios en la base monetaria solo pueden originarse en cambios en el saldo de las reservas internacionales y en los saldos de operaciones de mercado abierto<sup>12</sup>. Dados los coeficientes de efectivo y reservas, hay un único nivel de base monetaria que satisface la demanda de medios de pago. Ese monto de base monetaria tiene que ser compatible con las reservas internacionales y las operaciones de mercado abierto, lo cual le deja un grado de libertad a la autoridad monetaria. En las simulaciones que se presentan más adelante se analizan los efectos de que la autoridad escoja fijar el monto de las operaciones de mercado abierto, dejando variar las reservas internacionales, o, en su lugar, decida estabilizar las reservas internacionales, dejando fluctuar las OMA.

Desde el punto de vista del gobierno, hay una decisión semejante relacionada con el financiamiento del déficit fiscal, cuyo valor se considera dado por el modelo real. La opción consiste en financiar el déficit con bonos colocados en el mercado doméstico o mediante endeudamiento externo. Es importante notar que esta decisión no influye para nada en el nivel de reservas internacionales aunque sí, como veremos más adelante, en el desempeño del sector financiero.

Para ver por qué la estructura de financiamiento del déficit fiscal no influye sobre las reservas internacionales conviene detenerse en el balance del sector externo. El cambio en la posición financiera neta es en este caso equivalente al saldo (con signo contrario) de la cuenta corriente con el resto del mundo, que viene dada por el lado real de la economía. A su vez, el saldo de la cuenta corriente tiene que ser igual al cambio en el saldo de reservas internacionales menos los

---

9 De acuerdo con los estimativos de Correa (1992).

10 No existen estimativos que justifiquen esta elasticidad. Más adelante se discute la sensibilidad del modelo a este parámetro.

11 Debido a que no se utilizó una matriz financiera completa para 1993, pueden no haberse tenido en cuenta todos los cambios de composición que tuvieron los balances financieros desde 1991.

12 Los cambios en el saldo de reservas debidos a cambios en la tasa de modificaciones no son recursos de emisión y, por consiguiente, no dan origen a cambios en la base. Por esta razón, el modelo los desconoce.

cambios en las deudas externas pública y privada. Por consiguiente, dado un nivel de reservas internacionales según sea la política monetaria escogida, un mayor endeudamiento externo del gobierno implica un menor endeudamiento externo de igual magnitud por parte del sector privado. Hay pues un perfecto desplazamiento en el financiamiento externo. De igual forma, dada una política de financiamiento del déficit fiscal, por cada peso de más colocado en OMA habrá un peso también de más en el endeudamiento externo privado.

Veamos ahora lo que ocurre en cada caso con el balance del sector privado. El lado derecho del balance está dado completamente por el sector real de la economía, ya que allí se determinan los cambios en su riqueza financiera neta (la suma del superávit de cuenta corriente más el déficit fiscal menos la valorización del saldo preexistente de deuda externa privada) y la necesidad de crédito total (que depende sólo de los precios y el nivel de producción real). Del lado derecho del balance lo único que queda por determinar es la composición de ese total de crédito.

Puesto que el total del lado derecho del balance está determinado, también lo está el total de los activos. El total y la composición de la demanda de medios de pago es independiente de lo que ocurra con los demás balances financieros y, en particular, es independiente de la política de OMA y de la política de financiamiento del déficit fiscal (en particular porque la tasa de interés está dada por la tasa de interés externa y la política cambiaria). Las OMA, por lo tanto, sólo pueden afectar la distribución del resto del activo. Así las cosas, por cada peso de más que el gobierno o el banco capten mediante bonos y OMA, habrá un peso de menos en las captaciones de CDT de los bancos.

Visto ésto, podemos pasar por último al balance del sistema financiero. Allí la reserva bancaria y el monto de los depósitos en cuenta corriente están dados por la demanda monetaria y la política de encajes. Por lo tanto, cada peso de más o de menos en captaciones de CDT se refleja, en fin de cuentas, en un cambio de idéntica magnitud en el crédito del sistema financiero al sector privado. De esta manera quedan cerradas todas las cuentas, ya que así se determina también la descomposición del total del crédito (en el lado derecho del balance del sector privado) entre doméstico y externo.

En resumen, los cambios en el crédito del sistema financiero resultan de

$$\Delta CB_t = \Delta CP_t^d - \left( \frac{ITCN_t}{ITCN_{t-1}} \right) * DXP_{t-1} - \Delta M_t^d * \frac{e+r}{1+e} + CC_t + DEF_t - \Delta BG_t - \Delta OMAS_t$$

El crédito bancario aumenta con la demanda de crédito total del sector bancario, con el superávit externo en cuenta corriente y con el déficit fiscal; y disminuye con la devaluación, con la demanda de medios de pago, con el encaje (que interviene, junto con la relación efectivo a depósitos en el inverso del multiplicador) y con la venta de OMA y bonos oficiales.

Puede parecer desconcertante que un mayor déficit fiscal dé lugar a una mayor generación de crédito del sistema financiero. Esto ocurre siempre que no se financie con bonos, ya que entonces se cancelaría el efecto positivo. La razón

es sencilla. Supóngase por el momento que la demanda monetaria está dada, y por lo tanto también el requerimiento de base monetaria y de reservas internacionales (dado un nivel de OMA). Entonces, puesto que no se está financiando con bonos, el mayor déficit fiscal daría lugar a un aumento de deuda externa pública, que reduciría la deuda externa privada, y obligaría al sector privado a financiarse más domésticamente. Obviamente el resultado final depende además de los efectos del déficit sobre el PIB, los precios y la cuenta corriente externa, ya que éstas variables también intervienen directa o indirectamente en la expresión anterior. El efecto conjunto es difícil de predecir analíticamente, de forma que será discutido más adelante con la ayuda de las simulaciones.

Los efectos de la cuenta corriente con el exterior son semejantes. Cuando hay superávit de cuenta corriente se alimentan por este canal las reservas internacionales que se requieren para generar la liquidez, lo cual exige un menor endeudamiento externo, y deja más campo para que las demandas privadas de crédito sean atendidas domésticamente. Nuevamente aquí hay que recordar que los cambios en la cuenta corriente tienen efectos sobre la demanda monetaria y de crédito a través de su impacto sobre la actividad económica y los precios, de modo que el efecto final puede ser diferente.

#### IV. RESULTADOS DE SIMULACION CON EL MODELO COMPLETO

Las simulaciones que se presentan en esta sección tienen por objeto analizar el efecto de las políticas cambiaria, monetaria y de financiamiento público sobre las variables claves del modelo. Estos ejercicios no deben interpretarse como proyecciones, ya que buscan únicamente evaluar impactos relativos de las diferentes políticas.

La lista de simulaciones aparece en el Esquema 2. Las dos opciones de manejo de la política cambiaria ya fueron discutidas en la sección II. Con respecto

ESQUEMA 2

OPCIONES DE POLITICA Y ESCENARIOS DE SIMULACION

Escenario No.	Políticas					
	Cambiaria		Monetaria		Financiamiento público	
	Tasa de cambio real	Tasa de devaluación	OMAs	Reservas Internacionales	Bonos	Deuda externa pública
A1	Variable	Exógena	Constante	Variable	Constante	Variable
A2	Variable	Exógena	Variable	Constante a/	Constante	Variable
A3	Variable	Exógena	Constante	Variable	Variable	Constante b/
A4	Variable	Exógena	Variable	Constante a/	Variable	Constante b/
B1	Constante	Variable	Constante	Variable	Constante	Variable
B2	Constante	Variable	Variable	Constante	Constante	Variable
B3	Constante	Variable	Constante	Variable	Variable	Constante
B4	Constante	Variable	Variable	Constante	Variable	Constante

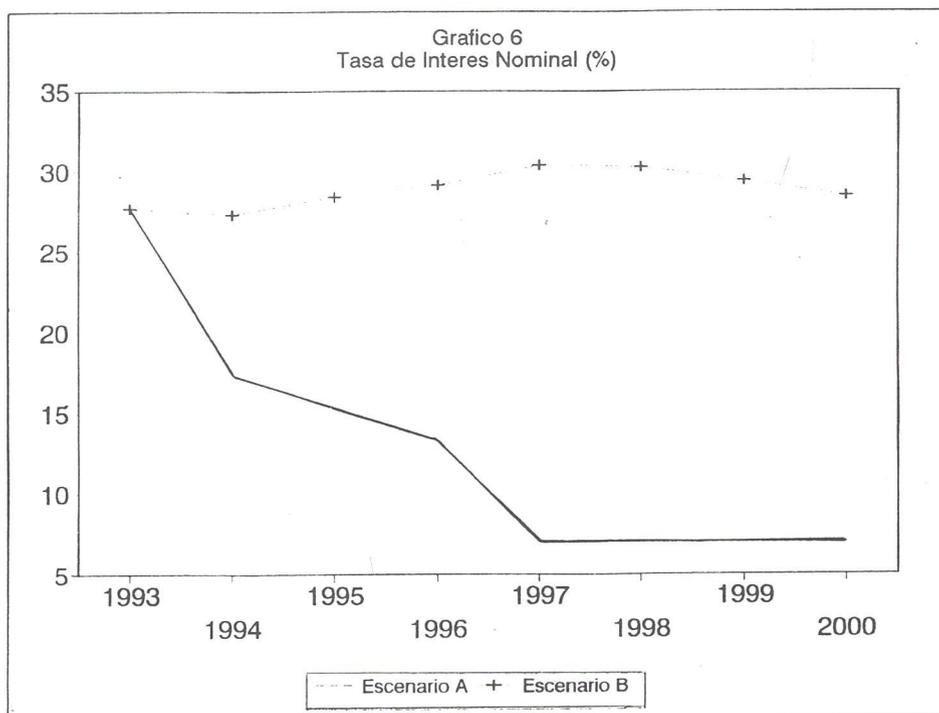
a/ Como porcentaje del PIB

b/ En dólares

a la política monetaria, la opción consiste en dejar constante el nivel nominal de las OMA, o en permitir que éstas disminuyan con el objeto de estabilizar el saldo de las reservas internacionales como porcentaje del PIB. En relación con el financiamiento del déficit fiscal, existe la opción de acudir a deuda externa dejando sin cambio los bonos domésticos, o utilizar esta segunda fuente de financiamiento sin utilizar deuda externa.

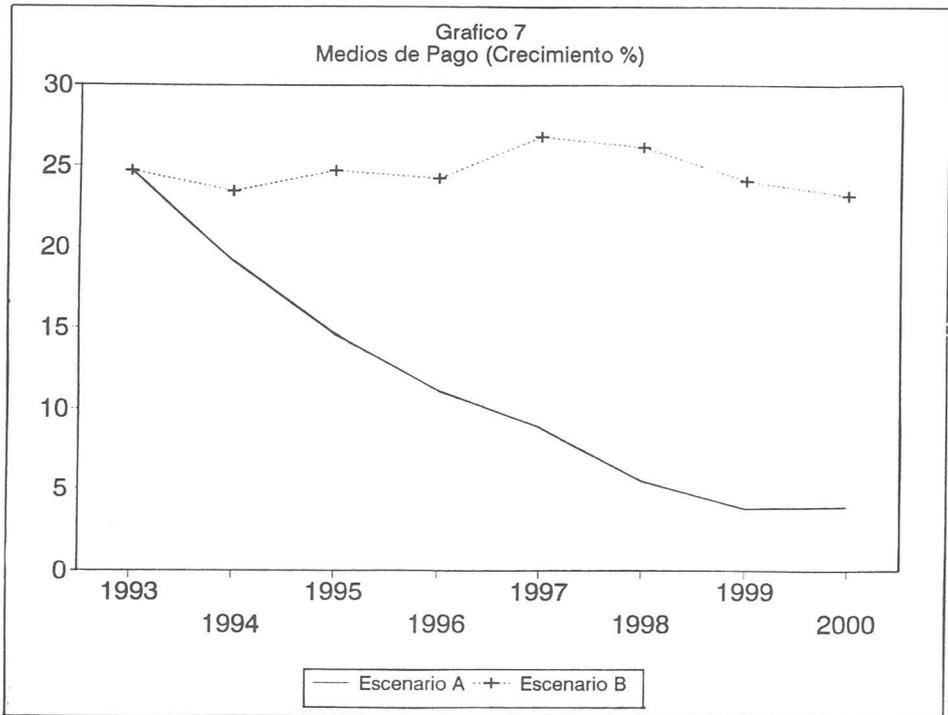
### A. Las tasas de interés y la demanda monetaria

En la sección II se presentaron dos escenarios alternativos de manejo de la política cambiaria hasta el año 2000. En el escenario A se reduce el ritmo de devaluación en forma escalonada, en el B se mantiene la tasa de cambio real constante. El comportamiento de la tasa de interés en estos dos escenarios refleja lo que ocurre con la devaluación (teniendo en cuenta una tasa de interés externa constante). De esta manera, en el escenario A se reduce del 27.7% inicial al 7% a partir de 1997; mientras en el escenario B se mantiene alrededor del 28.9% (Gráfico 6). La política monetaria o de financiamiento público que se escoja no tiene ninguna influencia sobre estos resultados.



Las tasas de interés son uno de los determinantes de la demanda de dinero. Las menores tasas de interés del escenario A amplían la demanda monetaria. Sin

embargo, el menor crecimiento económico y el crecimiento más lento de los precios la reducen más fuertemente. De esta manera, en promedio la demanda monetaria crece 11.4% en el escenario A, en contraste con el 24.6% del escenario B (Gráfico 7). Tampoco en este caso los resultados dependen de las políticas monetarias o de financiamiento público que se sigan. Este resultado, que puede parecer paradójico, es la esencia del enfoque teórico aquí utilizado. Puesto que hay perfecta movilidad de capitales y tasa de cambio controlada, la cantidad de dinero en circulación se determina única y exclusivamente por la demanda monetaria, al margen de las políticas monetarias o de financiamiento público.



## B. Reservas internacionales y OMA

No ocurre lo mismo con las reservas internacionales. Estas dependerán, no sólo de la demanda monetaria sino, además de la política monetaria que se siga. Si las OMA se mantienen constantes (en su nivel nominal inicial), la demanda de base monetaria (que corresponde a la demanda monetaria por el inverso del multiplicador) debe ser satisfecha en su totalidad por incrementos en las reservas internacionales en poder del Banco de la República. Esto hace que en los escenarios B1 y B3 el saldo de las reservas, como porcentaje del PIB, se eleve del 18.6% inicial al 19.2% en el año 2000 (Gráfico 8). En los escenarios A1 y A3, que difieren de los anteriores en que se reduce la devaluación, el saldo de las reservas se reduce al 13.7% al final del siglo. La razón de la disminución son las menores necesidades de liquidez por las bajas tasas de crecimiento y por la caída de la inflación. De esta manera, una política de lenta devaluación sí permite contener la acumulación de reservas internacionales.

Grafico 8.A  
Reservas Internacionales (% del PIB)

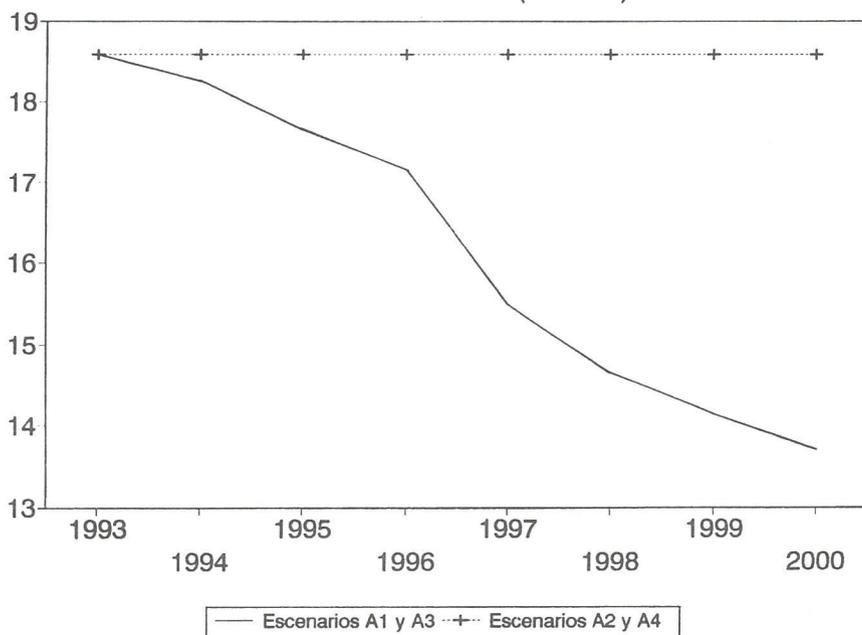
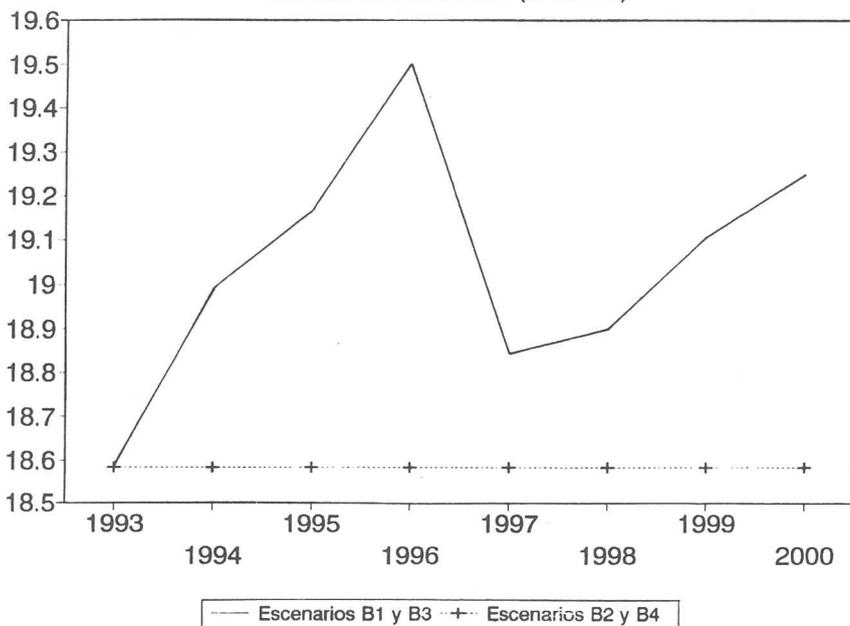


Grafico 8.B  
Reservas Internacionales (% del PIB)

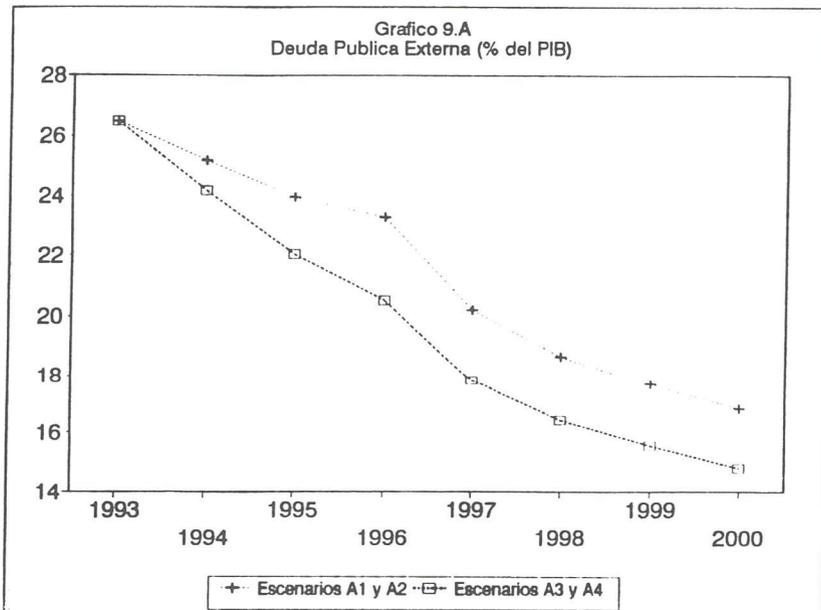


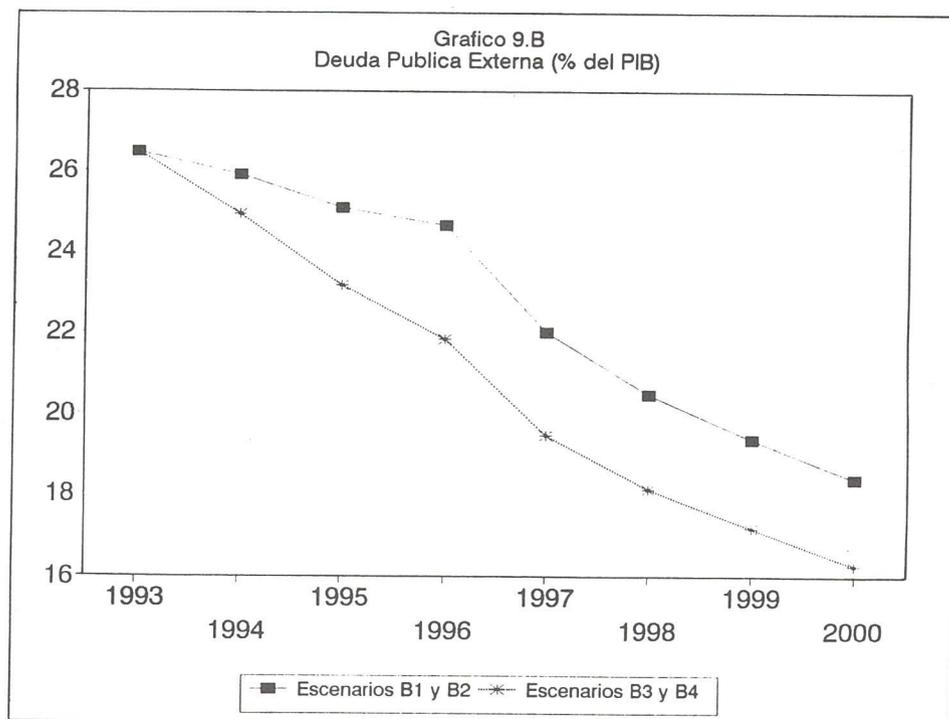
Alternativamente, es posible utilizar las OMA como instrumento para estabilizar las reservas internacionales en su nivel inicial (como porcentaje del PIB). En los escenarios B2 y B4 esto implica una reducción anual nominal promedio de 3.5% (con fuertes altibajos), ya que las reservas tenderían a subir si se siguiera la política de tasa de cambio real constante. En los escenarios A2 y A4, de lenta devaluación, ocurre lo contrario, porque en este caso las reservas internacionales deberían caer, y estabilizarlas exige aumentar las OMA (en promedio 16.5% por año).

Obsérvese que los niveles de reservas internacionales dependen de las políticas cambiaria y monetaria que se escoja, pero no de la forma como decida financiarse el déficit público. Esta última política entra en juego en los resultados siguientes.

### C. Deuda pública externa

El déficit fiscal supuesto en todos los casos es el 1% del PIB hasta 1996 y cero en adelante, independientemente de las políticas cambiaria o monetaria adoptadas. La evolución del indicador de deuda externa como porcentaje del PIB depende de si se acude o no a esta fuente de financiamiento y de la política cambiaria que se siga. En el escenario A1 se utiliza el endeudamiento externo y se llega al fin de siglo a un coeficiente de deuda pública externa equivalente al 16.8% del PIB, frente al 26.5% inicial (Gráfico 9). La reducción se debe a que el déficit fiscal es moderado y a que el valor de la deuda acumulada se reduce en términos reales por efecto de la lenta devaluación. Si no se acude a financiamiento externo, el coeficiente se reduce al 14.8%. Las diferencias son semejantes cuando se comparan los escenarios B1 y B3, pero los coeficientes son mayores debido a la más alta tasa de cambio real.





#### D. Endeudamiento privado externo

Lo que ocurre con la deuda privada externa es el resultado de todas las políticas consideradas. Recuérdese que el endeudamiento externo privado debe ser el residuo que permite satisfacer las necesidades de reservas internacionales del país, dadas unas necesidades monetarias que dependen de la política cambiaria (sección IV.A), una política de operaciones de mercado abierto que determina qué parte de esas necesidades tienen que ser atendidas con aumentos de reservas internacionales (sección IV.B), y una política de endeudamiento externo público que determina qué parte de esas reservas internacionales son aportadas por el sector público (dados, por supuesto, unos resultados de cuenta corriente que dependen de la política cambiaria en el modelo real; sección II). Así las cosas, el endeudamiento externo privado es la variable que cierra el modelo desde el punto de vista de las necesidades de reservas internacionales.

El coeficiente de endeudamiento externo privado como porcentaje del PIB se eleva del 11.2% inicial a valores entre 12.8% y 19.7% a fin de siglo (Gráfico 10). El coeficiente más bajo se obtiene en el escenario A1. Esto se debe a que en este escenario las necesidades de liquidez primaria son bajas (por el lento crecimiento y la reducida inflación) y son satisfechas parcialmente mediante el endeudamiento externo del sector público. En este caso, las OMA permanecen sin cambio. Si se siguiera una política de aumento de OMA para mantener las reservas inter-

Grafico 10.B  
Deuda Privada Externa (% del PIB)

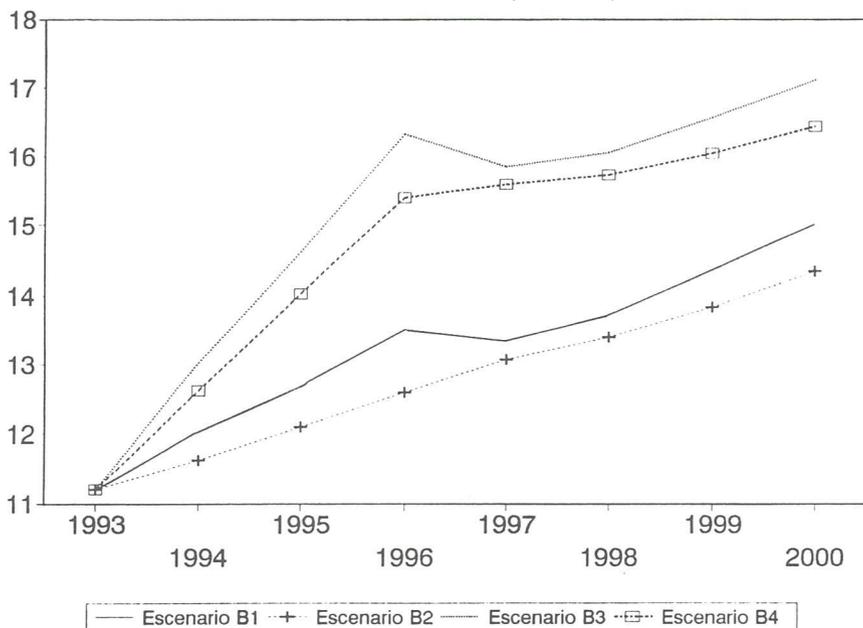
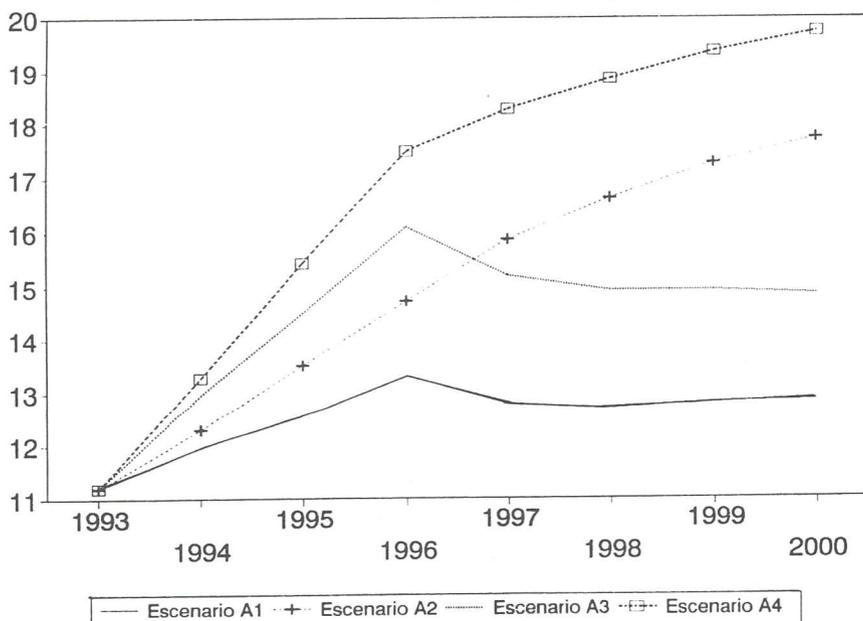


Grafico 10.A  
Deuda Privada Externa (% del PIB)

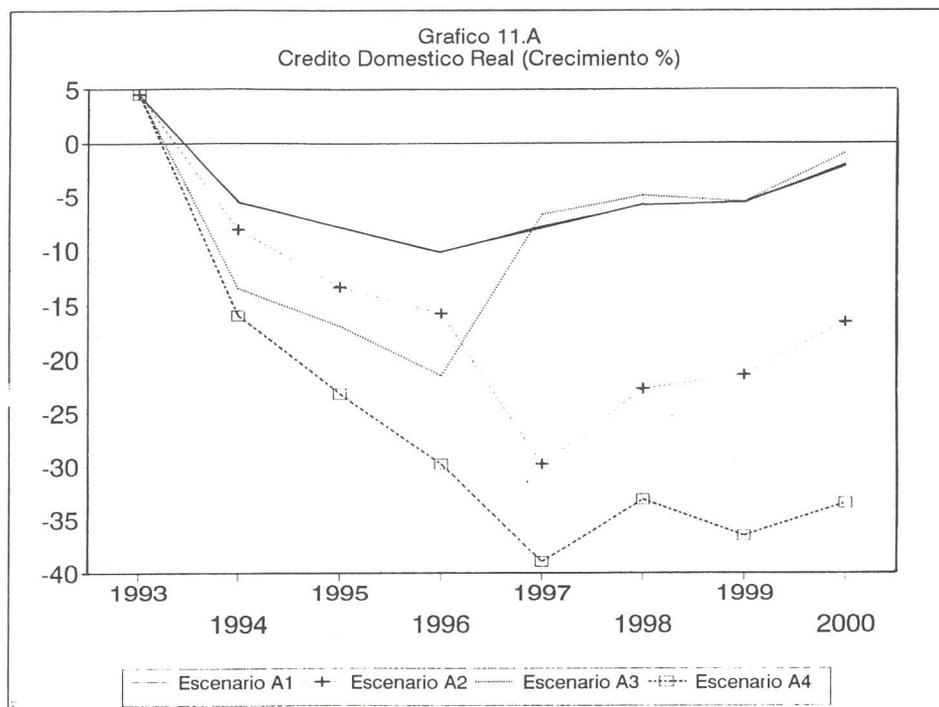


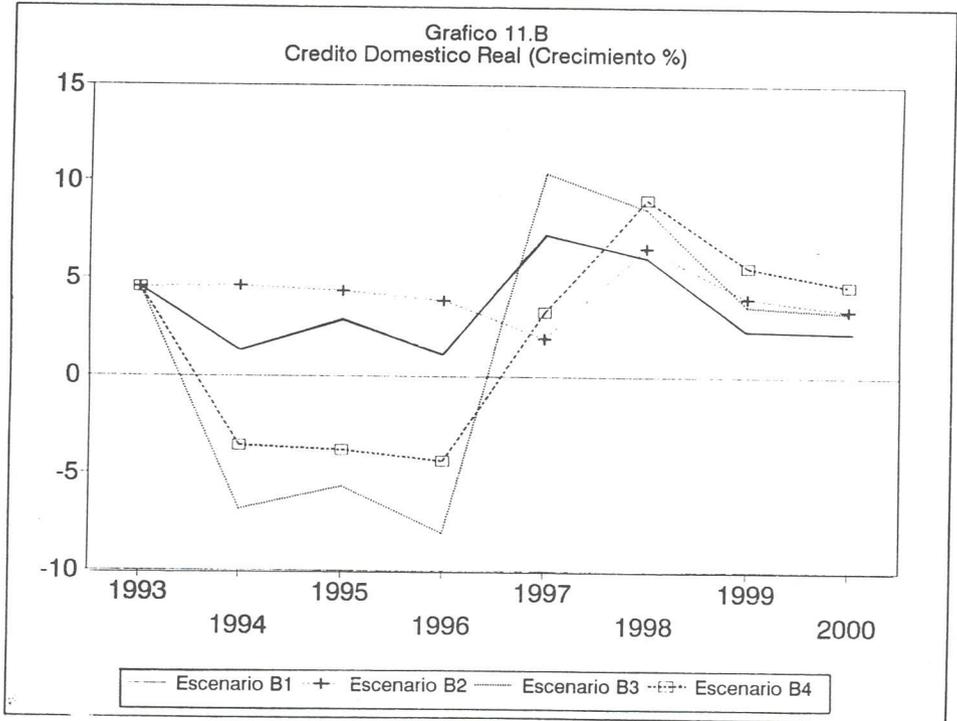
nacionales como porcentaje del PIB (escenario A2), el coeficiente tendría que elevarse a 17.7%. Si, en adición, el gobierno optara por financiarse domésticamente, subirá al 19.7% (escenario A3). Por consiguiente, la combinación de políticas que maximiza el endeudamiento externo privado consiste en devaluar lentamente, sostener los niveles de reservas internacionales mediante colocaciones adicionales de OMA y cubrir las necesidades de financiamiento público en el mercado doméstico.

Con los escenarios B (de tasa de cambio real constante) los coeficientes finales de endeudamiento externo privado fluctúan solamente entre 14.3% y 17.1%. Esto se debe a que los saldos finales de reservas internacionales son muy semejantes en los diferentes escenarios.

### E. El crédito del sistema financiero

Siguiendo el razonamiento expuesto al principio del punto anterior, el crédito otorgado por el sistema financiero es la variable que cierra el modelo desde el punto de vista de las necesidades de crédito total del sector privado. En términos reales, dados los supuestos del modelo, la demanda total de crédito depende solamente del PIB (sin excedentes petroleros). Una parte de esas necesidades es atendida por el endeudamiento externo privado. El residuo, que debe ser atendido por el sistema financiero, depende por lo tanto de todas las políticas, ya que todas ellas afectan el endeudamiento externo privado.



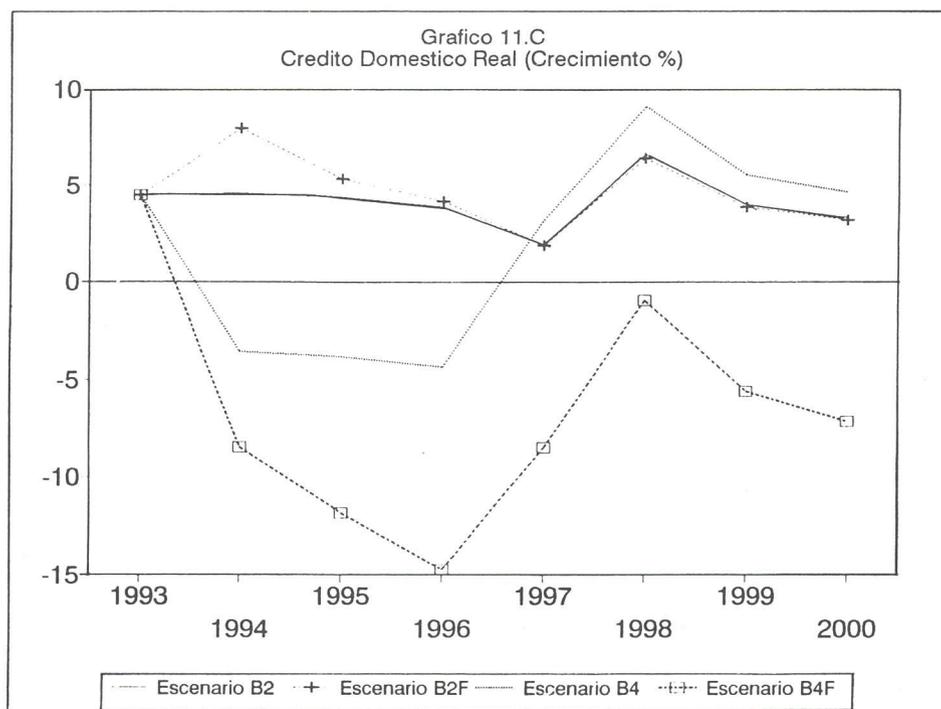


Los crecimientos anuales promedio del crédito doméstico en términos reales van desde 4.2% en el caso más optimista hasta -25.8% en el más adverso (Gráficos 11.A y 11.B). El mejor resultado se logra cuando se sigue una política de tasa de cambio real constante, se reduce el nivel de OMA (para estabilizar el saldo de las reservas) y se acude al crédito externo para financiar al sector público. La tasa se reduce a 3.5% cuando se mantiene constante el nivel de OMA, a 1.2% cuando adicionalmente el gobierno acude al financiamiento doméstico a través de bonos y a -25.8% cuando, en adición a todo esto, se sigue una política de lenta devaluación. Sin lugar a dudas, ésta es la política que mayor efecto tiene sobre el desempeño del sistema financiero, aunque depende de la forma como están operando las otras políticas (Gráficos 11.A y 11.B). Es importante recalcar que esto ocurre a pesar de que se supone que el sistema financiero fija tasas de interés que corresponden a las externas más la devaluación para poder competir. El fuerte efecto de la política cambiaria en este modelo se da a través de su impacto en la demanda de crédito total, por la desaceleración que se produce en el crecimiento.

## F. El efecto de un mayor déficit fiscal

Todas las simulaciones anteriores han supuesto que el déficit fiscal se mantiene en el 1% del PIB hasta 1996 y luego se llega al equilibrio fiscal. Es útil analizar los efectos de modificar este supuesto. Para el efecto, se supone que el déficit es un 1% mayor todos los años. La comparación se limita a las versiones del modelo que tienen tasa de cambio real constante y reservas internacionales estables (escenarios B2 y B4), pero las conclusiones se pueden extender a los demás casos.

Los efectos reales del mayor déficit son muy modestos: 0.1 punto de crecimiento anual adicional en promedio y 0.4 puntos menos de inflación en promedio (dado que el gasto adicional se destina a inversiones que se suponen productivas). La cuenta corriente externa pasa ahora de un déficit promedio de 1.2% del PIB a uno de 1.6%. Puesto que el aumento del déficit fiscal es de un punto del PIB, se deduce que la posición financiera del sector privado se mejora en 0.6% del PIB por año, en promedio, en relación con el caso anterior. Esta es la razón por la cual la generación de crédito doméstico aumenta con el déficit fiscal, siempre y cuando no se financie con bonos domésticos (véase nuevamente la ecuación 8). En efecto, la tasa de crecimiento real del crédito doméstico es ahora 4.7% en promedio, frente al 4.2% anterior (en el Gráfico 11.C, compárense las simulaciones B2 y B2F). Esto se debe a que el fortalecimiento de la riqueza financiera neta del sector privado le permite un mayor ahorro financiero, que se traduce en mayor generación de crédito doméstico. Esto permite, a su vez, una menor utilización de crédito externo por parte del sector privado. Es ahora el sector público el que provee las divisas que se requieren para mantener constante el saldo de reservas internacionales como proporción del PIB. Efectivamente, el coeficiente de deuda externa pública alcanza el 24%, frente al 18.4% en el caso de menor déficit.

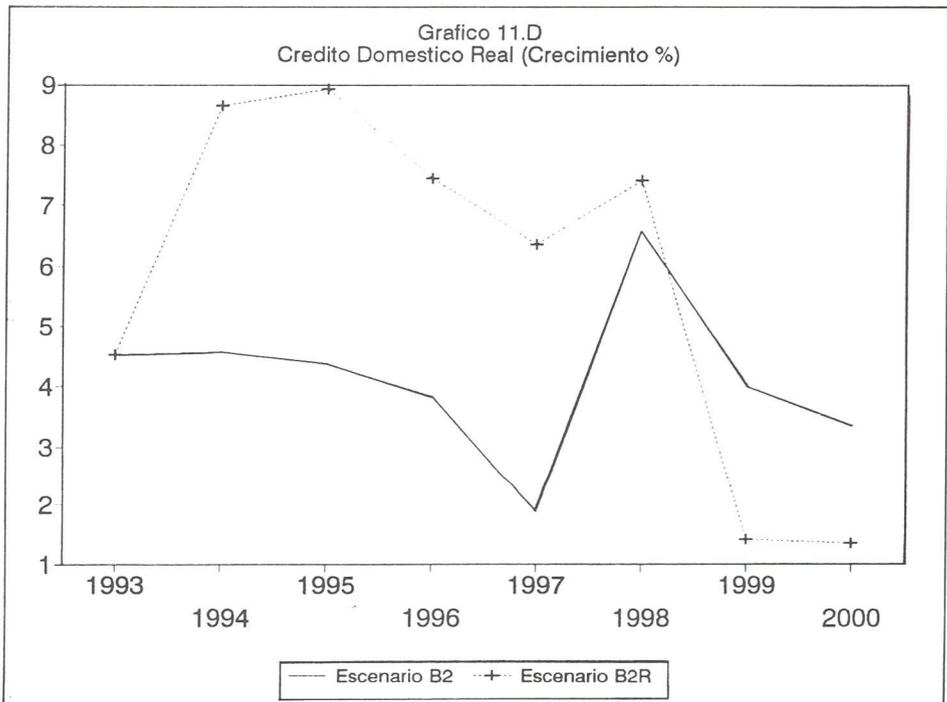


Sin embargo, los resultados son muy diferentes si el sector público financia el mayor déficit con bonos domésticos (véase una vez más la ecuación 8). En este caso, el crédito doméstico en términos reales cae 6.6% en promedio anual. Ahora

sí, el mayor déficit fiscal desplaza financieramente al sector privado, ya que cuando el déficit era un punto menor y también se financiaba con bonos, el crédito doméstico alcanzaba a crecer 1.9% anual promedio (en el Gráfico 11.C compárense las simulaciones B4 y B4F).

### G. El efecto de inducir una reducción de las reservas internacionales

Una opción de manejo monetario que no ha sido analizada consiste en **reducir** el saldo de las OMA hasta su completa eliminación. Obviamente, esto implica dejar caer las reservas internacionales, puesto que las necesidades de liquidez primaria pueden ser abastecidas domésticamente. Para analizar el efecto de esta política se adoptan los demás supuestos del escenario B2 (tasa de cambio real constante y un déficit de 1% solamente hasta 1996, que se financia con endeudamiento externo). En vez de que las reservas internacionales se mantengan constantes como porcentaje del PIB, se permite que caigan en 0.5% del PIB por año hasta el momento en que agotan las OMA. Esto ocurre en 1998; a partir de entonces, las reservas internacionales empiezan nuevamente a crecer aproximadamente 0.3% del PIB por año (llegando al 17% en el 2000). El crédito doméstico crece ahora en promedio 5.8% anual, frente al 4.2% cuando se mantenía el nivel de reservas internacionales (Gráfico 11.D, donde la nueva simulación se identifica como B2R). Las diferencias son mayores para el período



---

1994-1998, cuando ocurre el desmonte de las OMA: 7.8% frente a 4.3%. Desde el punto de vista del sector privado, la mayor utilización del crédito doméstico se compensa con un menor uso de recursos de crédito externo (la deuda privada externa al final del siglo llega al 12.7% del PIB, en lugar del 14.3%).

## CONCLUSIONES

En este trabajo se ha mostrado que el desempeño del crédito del sistema financiero en el mediano plazo dependerá de la combinación de las políticas cambiaria, monetaria, fiscal y de endeudamiento externo. Dadas las nuevas condiciones de funcionamiento de la economía, la movilidad de capitales es ahora mayor que en el pasado y posiblemente tenderá a aumentar. Esto implica que la autoridad monetaria tendrá cada vez menos control sobre la cantidad de dinero. En estas condiciones, las necesidades de liquidez quedarán finalmente abastecidas por cambios en las reservas internacionales, anulando los esfuerzos de esterilización monetaria a través de OMA. La movilidad de capitales implica además que las tasas de interés del sistema financiero no podrán distanciarse de forma significativa de las externas (más la prima de riesgo por invertir en el país) y que aumentará la sustituibilidad entre el crédito interno y externo.

Los ejercicios de simulación muestran que la mejor combinación de políticas desde el punto de vista del crecimiento de la cartera en pesos del sistema financiero consistiría en mantener constante la tasa de cambio real, desmontar las operaciones de mercado abierto hasta llegar a un nivel confortable pero menos abultado de reservas internacionales, y utilizar el crédito externo como única fuente de financiamiento del sector público. Dentro de márgenes razonables, un mayor déficit fiscal mejora las posibilidades de desempeño del sistema financiero, siempre que no se financie en el mercado doméstico.

## BIBLIOGRAFIA

Clavijo, S. (1989), "Ingreso Permanente y Transitorio: Qué tanto ahorran (o consumen) los colombianos" *Coyuntura Económica*, octubre.

Correa, P. (1992), "Paridad entre la tasa de interés real interna externa: Notas sobre el caso colombiano", *Coyuntura Económica*, abril.

Departamento Nacional de Planeación (1993), "El petróleo de Cusiana, las perspectivas y la política económica", documento presentado al Seminario sobre Cusiana y la Economía Colombiana, Bogotá, julio de 1993. Próximo a publicarse en Steiner, R. (ed.), *Estabilización, Política Fiscal y Crecimiento: Nuevas Lecturas de Macroeconomía Colombiana*, Tercer Mundo Editores-Fedesarrollo.

Frenkel, J. A. y H. G. Johnson (eds.) (1980), *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, University of Toronto Press.

Herrera, S. y J.M. Julio (1993), "La demanda de dinero en el corto y en el largo plazo en Colombia", *Coyuntura Económica*, abril.

International Monetary Fund (1977), *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, Washington.

Kreinin, M. E. y L. H. Officer (1978), *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, Princeton Studies in International Finance No. 43, Princeton University.

Lora, E., G. Perry y F. Barrera (1993), "Cusiana y la Política Macroeconómica", documento presentado al Seminario sobre Cusiana y la Economía Colombiana, Bogotá, julio de 1993. Próximo a publicarse en Steiner, R. (ed.), *Estabilización, Política Fiscal y Crecimiento: Nuevas Lecturas de Macroeconomía Colombiana*, Tercer Mundo Editores-Fedesarrollo.

Lora, E., L. A. Zuleta y S. Zuluaga (1993), "El fortalecimiento del sector financiero en el proceso de ajuste: Liberación y regulación. El caso colombiano", BID, Proyecto de Red de Centros de Investigación Aplicada, *mimeo*.

Lopez, A. (1993), "La Teoría del Ingreso Permanente en un Mercado de Capitales Imperfecto: el Caso Colombiano" *Planeación y Desarrollo*, XXIV.

Ocampo, J. A. (1989), "El Proceso de Ahorro-Inversión y sus Determinantes en Colombia" en *Macroeconomía del Mercado de Capitales y Negocio Financiero*, Asociación Bancaria de Colombia, Noviembre

Ocampo, J. A. (1993), "La internacionalización de la economía colombiana", en Urrutia, M., (ed.) *Colombia ante la Economía Mundial*, Tercer Mundo Editores-Fedesarrollo.

Ocampo, J. A. y C. Crane (1989), "Ahorro, Inversión y Crecimiento en Colombia" en *Informe sobre el desarrollo económico y social en América Latina*, BID, Cap.VIII.B.

Ramírez, M. (1993), "Una evaluación de la apertura económica en Colombia", en Anif, *Después del Revolucion*.

World Bank (1993), "Colombia: Poverty Assessment", Washington, *mimeo*.

# Comentarios

César González\*

**E**duardo Lora y Felipe Barrera han presentado un modelo en el que la economía nacional aparece perfectamente integrada con el exterior, la oferta monetaria es exógena y las tasas de interés internas dependen de las internacionales y de las expectativas de los movimientos en la tasa de cambio.

Quiero hacer las siguientes reflexiones breves sobre el documento de Eduardo y Felipe:

1. ¿Por qué en el mediano plazo es incontrovertible la integración financiera perfecta de la economía colombiana con el exterior? ¿Cuáles son las razones de tipo técnico, o las que se puedan derivar del modelo mismo, para llegar a esa conclusión? Porque observo que más que una premisa, se trata de una conclusión: Colombia **debe** estar integrada con el resto del mundo en el mediano plazo, en términos financieros. Frente a ciertos desarrollos previsibles de las cuentas externas, de la tasa de cambio y del balance fiscal, ¿no valdría la pena considerar en los términos del modelo, ambientes caracterizados por un menor grado de integración financiera internacional?
2. Un factor primordial dentro de las perspectivas de mediano plazo para el sector financiero colombiano, son los efectos que sobre él tendrán los desarrollos de Cusiana. Este tema no ha sido considerado en detalle, lo cual no deja de ser sorprendente. Se abre así un importante campo de estudio, donde se consideren esos efectos desde una óptica dinámica.
3. En algún punto, el documento sugiere que el déficit público tiene efectos inflacionarios, pero que cuando financia "inversiones productivas" dichos efectos son menores. Valdría la pena que Eduardo y

---

\* Presidente de ASOBANCA

Felipe hicieran una ampliación de esta noción, porque obviamente ese no es el tratamiento que da el modelo mismo al balance fiscal.

4. El modelo reconoce que la tasa de interés podría influir sobre las decisiones de gasto real, pero el documento anota que, como no hay conclusión empírica definitiva para Colombia de la existencia de esta relación, entonces no se tiene en cuenta. Ello me parece criticable. En mi opinión, el modelo debe dar cuenta de la influencia de las tasas de interés sobre el volumen y la composición del gasto real.
5. Para simplificar, el modelo supone que el sector financiero no intermedia crédito internacional, ¿Pero, es válido suponer que no hay una desintermediación interna? ¿Por qué en el balance del sector privado, no aparecen en el pasivo los bonos emitidos por este sector? ¿Por qué en el activo del sector financiero no aparecen bonos emitidos por el sector privado? ¿Por qué en el modelo no aparece la posibilidad de que el sector financiero tenga inversiones en el exterior? Es previsible en el mediano plazo, un proceso de fuerte desintermediación en Colombia, especialmente si algunas restricciones operativas del sistema financiero prevalecen. ¿Por qué no introducir ese hecho dentro del modelo? Introducir un sector financiero, sujeto de la desintermediación y un sector privado fortaleciendo activamente ese proceso tendría unas implicaciones muy importantes para el modelo.
6. El sector financiero presta su patrimonio y sin embargo éste no aparece como fuente de fondos prestables, a menos que se concluya que todo el patrimonio del sector se ha gastado en bienes y en atender los requerimientos fiscales; ello puede no ser así en el mediano plazo, dependiendo del grado de crecimiento del patrimonio real del sector financiero.
7. No veo en el modelo la determinación de la tasa de cambio. Por el contrario, el concepto de "tasa de cambio oficial" figura estelarmente. ¿Qué tal una "tasa de cambio oficial" en una economía integrada perfectamente con el exterior?
8. Una pregunta que merece alguna dilucidación: ¿Del modelo se deriva si al sector financiero "le conviene" la inflación, el déficit público o el desorden en materia de manejo cambiario?
9. Por último, ¿se equipara la buena o mala fortuna del sector financiero con el mayor o menor crecimiento del crédito? Creo que esta fortuna debe relacionarse con el crecimiento de las utilidades. Esto no se explica porque, entre otras cosas, el proceso de desintermediación no se tiene en cuenta. Para los banqueros -y no sólo para ellos ya que esta percepción también hace parte de la apreciación de los economistas- las fortunas o infortunios de los negocios tienen que ver con su rentabilidad, y no con el volumen de sus operaciones.

# ELEMENTOS BASICOS EN SISTEMAS BANCARIOS DE DIFERENTES AREAS DEL MUNDO

Ernesto Aguirre\*

## INTRODUCCION

**E**s evidente que, tratando de reaccionar frente a los importantes cambios que, a nivel mundial, se han venido presentando en las características de los diferentes tipos de mercados financieros, así como en cuanto a las operaciones y transacciones que en ellos se realizan, los sistemas normativos de los diferentes países individualmente considerados, así como los de grupos de ellos, se han visto en la necesidad de evolucionar en forma rápida.

Esa evolución reciente de los esquemas regulatorios nacionales e internacionales presenta ciertas características que le son muy propias. En efecto, el entorno dentro del cual se desarrollan hoy en día las actividades financieras en el mundo, contando con la utilización de elementos tecnológicos excepcionalmente avanzados, especialmente en el campo de las comunicaciones y la informática, han hecho que el concepto de legislación bancaria y financiera se transforme de una manera radical. Ya no es concebible pensar en la expedición de esas leyes que se destinaban a estar vigentes por décadas; la transformación de los sistemas y de las entidades financieras no lo permiten, y así, cualquier normatividad que no sea suficientemente flexible y con capacidad de evolucionar será desbordada rápidamente por los hechos.

Al comenzar la década de los 80 se habló de procesos de reforma financiera en diferentes partes del mundo; luego, llamó la atención la simultaneidad de esos

---

\* Negociador Internacional de Colombia. Ministerio de Relaciones Exteriores.

procesos, más tarde el hecho de que comenzara a presentarse en forma repetitiva en los mismos países, y finalmente, creo que el fenómeno debe observarse hoy no como uno de reformas legales sucesivas, entendidas de la manera tradicional, sino que debe reconocerse que si se quiere regular de manera eficiente a los sistemas y las entidades financieras debe aceptarse que la legislación debe tener gran capacidad para ser adaptable y modificable, de tal manera que, dentro del marco de unos principios básicos y un esquema institucional que, aunque evoluciona, lo hace de manera más lenta, la normatividad de las operaciones financieras y de los controles aplicables, pueda evolucionar adecuadamente.

Prueba de lo anterior son los procesos constantes de reforma financiera que se han vivido en América Latina en la última década, y que aún continúan desarrollándose. En consonancia con lo dicho atrás, no debemos mirar ese fenómeno como una reforma puntual y estática, sino como un proceso que seguirá avanzando.

Dentro de dicho proceso de reforma se observan tendencias, como tuvimos oportunidad de mencionarlo en nuestra conferencia presentada en la pasada Convención Bancaria en Cartagena<sup>1</sup>, entre las que se destacan las relacionadas con el incremento de las posibilidades operativas de las unidades básicas (generalmente bancos) de los diferentes sistemas financieros.

En la teoría se habla de banca universal y de banca especializada y se describen de diversas maneras los caracteres esenciales de uno u otro sistema. En la práctica, observamos la existencia de muy distintos esquemas de organización, que van desde algunos muy cercanos a la idea teórica de multibanca casi absoluta hasta otros que representan esquemas de rígida especialización; pero lo que realmente más se ve es la diversidad, las distintas características de los sistemas con muy variadas gamas, que se desarrollan entre uno y otro extremo.

Como una contribución al análisis de las bondades y defectos de los distintos esquemas, pretendemos presentar en el presente estudio no un aporte adicional a lo mucho que ya se ha dicho en materia de análisis teóricos de unos y otros esquemas, sino una serie de descripciones de los elementos básicos que, en la realidad, presenta la unidad básica (generalmente banco) de los sistemas financieros en diferentes partes del mundo. Todo con el propósito de que el análisis detenido y comparado de esas características nos proporcione puntos de referencia y de reflexión útiles para el examen de la realidad del sistema financiero colombiano.

Así, vamos a referirnos a los sistemas de regulación bancaria de Alemania, Francia e Inglaterra, en Europa Occidental, al igual que al sistema que se origina en el propio proceso de unificación europea, es decir, al que se desarrolla dentro

---

<sup>1</sup> Véase: Ernesto Aguirre Carrillo- "Reformas Financieras en América y Europa" en Banca 93. Convención Bancaria y de Entidades Financieras. Asobancaría. Cartagena (Colombia) 1993

del ámbito de la Comunidad Europea. También examinaremos el sistema de los Estados Unidos de América y, finalmente, dentro del contexto latinoamericano, los sistemas de aquellos países en donde, como en Chile, México y Perú se han expedido o modificado en forma reciente leyes bancarias, haciendo también alguna referencia a casos como los de Venezuela y Bolivia, donde se han preparado proyectos de ley y expedido algunas piezas legales sobre dicha materia.

Ante la evidente imposibilidad de referirnos a otros aspectos de la legislación bancaria y financiera dentro de un marco de tiempo y espacio como el propuesto para este taller, he creído necesario identificar algunos criterios que nos permitan caracterizar de la manera más sencilla posible lo que podría describirse como el modelo que el sistema financiero de cada uno de los países o grupos mencionados constituye. Así, vamos a examinar esencialmente los *tipos de operaciones* que la entidad básica, (banco, institución de crédito u otro) de dicho sistema puede realizar a la vez y, a manera de contraste, nos referiremos en forma breve a otros entes que operan dentro del sistema financiero de que se trate, desde el mencionado punto de vista puramente operativo. Examinaremos luego la *capacidad legal que esas unidades principales tienen para realizar inversiones* de carácter más o menos permanente en otras entidades, ya sea financieras o de otros sectores económicos, y, finalmente, examinaremos la forma como se ha determinado y regulado la *estructura de la propiedad* de las principales instituciones en cada modelo o esquema estudiado.

Como puede verse, hemos excluído el estudio del modelo colombiano por considerarlo suficientemente conocido y por cuanto, como atrás se dijo, la idea es la de aportar puntos de referencia que sirvan de materia de reflexión en el debate a través del cual se trata de establecer cual debería ser la evolución deseable del sistema financiero colombiano. Entremos, pues, en materia:

## A. Comunidad europea

Dentro del marco de la CE podríamos decir que la unidad básica, llamada aquí institución de crédito, se define, desde la llamada Primera Directiva Bancaria del Consejo de la Comunidad dictada en 1977 como aquella empresa cuyo negocio consiste en recibir depósitos u otros fondos reembolsables del público y conceder créditos por cuenta propia.

En principio, podría pensarse que la legislación comunitaria no toma partido en cuanto al específico tipo de operaciones que la institución de crédito podría adelantar, además, claro está, de las que constituyen su esencia misma y que se incluyen en su propia definición. Pero, en realidad, al observar con mayor detalle el esquema comunitario de regulación de la actividad financiera, esa supuesta neutralidad no es tal.

Veamos por qué: recordemos que uno de los principios básicos de la coordinación funcional de entidades de crédito en la Europa Comunitaria, con base esencialmente en la Segunda Directiva Bancaria (89/646/EEC) del 15 de diciembre de 1989, que debe regir en el derecho interno de los países miembros desde el 1 de enero de 1993, es el de que esa institución de crédito debidamente autorizada en uno de los Estados de la Comunidad puede abrir sucursales en cualquiera otro de los estados miembros, o prestar servicios desde su sede de origen, sin necesidad de obtener una nueva autorización, sujeta solamente a obligaciones de notificación, y que las actividades que dicha institución de crédito podrá desarrollar en cualquiera de los países de la comunidad pueden ser todas aquellas que reúnan las dos condiciones siguientes, a saber: a) que estén incluídas dentro de su autorización original concedida por el país de origen, y b) que sean de aquellas contenidas en el Anexo de la Segunda Directiva.

Aunque este esquema no define de una manera directa el alcance de las operaciones que una institución de crédito puede desarrollar en los países de la comunidad, sí determina tal alcance de manera indirecta, pues aquellos países que no permitan a sus instituciones de crédito nacionales desarrollar al menos aquellas operaciones incluídas en el Anexo, podrían estarlas colocando en situación de clara desventaja frente a entidades extranjeras, aún en su propio mercado nacional.

Así las cosas, puede afirmarse que el modelo comunitario induce a los reguladores bancarios de los países miembros a tener esquemas operacionales donde los bancos de sus respectivos países pueden desarrollar, al menos, las siguientes actividades:

1. Recepción de depósitos y otros fondos reembolsables del público.
2. Otorgamiento de crédito, incluyendo:
  - a) Crédito al consumo.
  - b) Crédito hipotecario.
  - c) Compra de facturas (factoring) con o sin garantía.
  - d) Financiación de operaciones comerciales (incluyendo las operaciones conocidas como de "forfaiting").
3. Arrendamiento financiero (leasing).
4. Transferencias de dinero.
5. Emisión y gestión de medios de pago (incluyendo tarjetas de crédito, cheques de viajero y los llamados "cheques de gerencia").
6. Concesión de avales, garantías y suscripción de compromisos.

7. Operaciones, por cuenta propia o de sus clientes, en los siguientes efectos:
  - a) Instrumentos del mercado monetario, tales como cheques, letras de cambio y certificados de depósito.
  - b) Cambio exterior
  - c) Futuros y opciones
  - d) Instrumentos sobre divisas o sobre tasas de interés
  - e) Títulos valores
8. Participación en emisiones de títulos y prestación de servicios relacionados con ellas.
9. Asesoramiento financiero en materia de estructuras de capital, estrategia industrial y cuestiones afines, así como asesoramiento y servicios en relación con fusiones y adquisiciones de entidades.
10. Corretaje monetario.
11. Manejo de cartera y asesoría.
12. Custodia y administración de títulos valores.
13. Servicios de información y referencia en materia de crédito.
14. Servicios de custodia en caja fuerte.

Como se ve, se trata de una amplia gama de operaciones, incluyendo intervenciones en el mercado de valores, pero sin incluir actividades relacionadas con el mercado asegurador.

De otra parte, la Directiva no toma posición en cuanto a la estructura orgánica de la entidad que ha de prestar los mencionados servicios, es decir, que cabría dentro de la regulación comunitaria, tanto la posibilidad de prestarlos en forma directa por una sola persona jurídica, como la de dejar algunos de ellos para ser prestados por filiales.

Entramos así al tema de las inversiones posibles para una institución de crédito dentro de la legislación comunitaria vigente. En este caso, la Segunda Directiva limita las participaciones que una institución de crédito puede tener en empresas no financieras a un máximo del 15% de sus fondos propios, y establece que la suma de las participaciones de una institución de crédito en empresas no financieras no puede superar el 60% de los mencionados fondos propios.

Las limitaciones a que alude el anterior párrafo no incluyen inversiones en compañías de seguros ni en entidades de crédito o instituciones financieras (entendidas estas últimas como aquellas empresas, diferentes de las instituciones

de crédito, cuya principal actividad consiste en adquirir participaciones o desarrollar una o más de las operaciones descritas en los numerales 2 a 12 de la enumeración que atrás citamos) y también son excluidas de la limitación las participaciones inferiores al 10% del capital o los derechos de voto en la entidad receptora de la inversión correspondiente.

En síntesis, vemos que la legislación comunitaria sobre este punto deja abierta la posibilidad de constituir grupos financieros, pudiendo incluso comprender compañías aseguradoras, siempre y cuando todo esto sea permitido en la legislación interna del respectivo país miembro, pero establece claras limitaciones, de obligatorio cumplimiento, en materia de la conformación de los llamados grupos "mixtos" es decir aquellos que incluyen, además de las entidades mencionadas, empresas de otros sectores de la economía.

En materia de la estructura de la propiedad de los bancos, la CE ha adoptado una posición neutral, preocupándose solamente de los aspectos de regulación prudencial (necesidad de notificación sobre ciertos cambios significativos en la propiedad de una institución de crédito, requerimientos de información adicional, posibilidad, para las autoridades de control, de no autorizar ciertas transacciones cuando aparecen como desaconsejables los potenciales nuevos propietarios, etc) pero sin entrar a tomar posición en cuanto a la determinación de la estructura en si misma considerada, es decir en cuanto a temas como concentración de la propiedad, o requerimientos específicos para controlar la propiedad de una institución de crédito.

Pasemos a examinar otros modelos y, poco a poco, iremos introduciendo comparaciones entre ellos y algunas observaciones adicionales.

## **B. Alemania**

Desde el punto de vista institucional, los llamados bancos universales constituyen el tipo predominante de institución bancaria en Alemania, aunque existe también un buen número de entidades bancarias especializadas tales como los bancos hipotecarios, compañías de financiamiento por cuotas, compañías de inversión y los llamados bancos con funciones especiales, entidades creadas por el gobierno (y de su propiedad) con el propósito de desarrollar programas específicos.

Los bancos universales se dividen, a su vez, en tres grandes grupos según su régimen jurídico, a saber: los bancos comerciales privados o bancos de crédito, los bancos de ahorro (en general públicos), y los bancos cooperativos.

Los primeros, bancos comerciales privados, incluyen a su vez, esencialmente, los grandes bancos nacionales (grupo en el cual encontramos los llamados "tres grandes" es decir el Deutsche Bank, el Dresdner Bank y el Commerzbank) los bancos regionales y las sucursales de bancos extranjeros.

La unidad fundamental, desde el punto de vista estrictamente jurídico, es la llamada "institución bancaria" (Ley Bancaria Alemana en su versión publicada el 11 de Julio de 1985 -con algunas pequeñas reformas hechas con posterioridad, hasta 1990-) que es definida por la ley como aquella empresa que desarrolla "actividades bancarias" siempre que la escala en que se realizan tales actividades requiera la organización de una empresa comercial.

Así que lo determinante para establecer si nos hallamos en presencia de una "institución bancaria" es, aparte de la necesidad de empresa organizada, el hecho de si desarrolla o no actividades bancarias. La ley considera como tales las siguientes:

1. La aceptación de fondos de terceros en forma de depósitos (La interpretación de la autoridad de supervisión, aceptada por los Tribunales, ha considerado que aquí se incluye también la aceptación continua de dinero del público en forma de préstamos).
2. La concesión de préstamos de dinero y el otorgamiento de créditos.
3. La compra de letras de cambio y cheques.
4. La compra y venta de títulos valores por cuenta de terceros.
5. La custodia y administración de títulos valores por cuenta de terceros.
6. La creación y administración de fondos de inversión, lo cual solamente es permitido realizar mediante el establecimiento de una compañía de inversión subsidiaria.
7. La asunción de obligaciones de adquirir derechos relacionados con préstamos vigentes.
8. El otorgamiento de avales y otros tipos de garantías y la asunción de compromisos de terceros.
9. Las operaciones de pago y compensación.

Por otro lado, la mencionada Ley Bancaria de Alemania excluye del alcance de los bancos solamente unas actividades muy específicas y de pequeña incidencia. Las actividades prohibidas, básicamente, son: el recibir depósitos en forma casi exclusiva, o al menos claramente predominante, de sus propios empleados; la aceptación de sumas de dinero de prestamistas que tengan directamente el derecho a obtener esas mismas sumas, ya sea como créditos o a través de bienes financiados por un valor equivalente; y la concesión de créditos o recepción de depósitos en condiciones que hagan prácticamente imposible el retiro en efectivo de las respectivas sumas comprometidas.

Como se ve, dada la poca significación de las operaciones prohibidas, puede afirmarse que el principio general es el de la libertad de las sociedades para

realizar las operaciones necesarias para el logro de sus objetivos de acuerdo con sus estatutos y su escritura de constitución, y, si alguna o algunas de las actividades que ha de realizar cae dentro del listado del artículo 1 de la Ley Bancaria, atrás referido, y siempre que el volumen de los negocios requiera la organización de una empresa, la entidad adquiere la naturaleza de una institución bancaria, con todos los derechos y obligaciones que le son inherentes.

El anterior esquema se complementa con la enumeración que hace el artículo 2 de la Ley sobre entidades que, pese a realizar actividades que están incluidas en el listado del artículo 1, no se consideran bancos a los efectos de dicha Ley. Entre estas excepciones están el Banco Central (Deutsche Bundesbank), la Oficina Postal Federal, fondos de seguridad social, y otras, entre las cuales hallamos las empresas de seguros; en el caso de estas últimas, debe aclararse que, en la medida en que adelanten operaciones bancarias que no sean parte de sus negocios tradicionales o característicos, caen bajo el alcance de la Ley Bancaria y, en consecuencia, deben cumplir con sus disposiciones.

Como desarrollo del anterior esquema, los bancos pueden realizar una gama de operaciones muy amplia pues, como se ha dicho, las restricciones de la Ley Bancaria sobre este punto particular son poco importantes en su alcance; así cualquier otra restricción en cuanto a operaciones no permitidas debe venir de otros textos legales. Los bancos realizan no solamente las actividades del listado del artículo 1, sino muchas otras, es decir que dicho listado no es un catálogo de operaciones permitidas sino de aquellas que, al realizarse, caracterizan a la entidad que las desarrolla como una entidad bancaria.

Muchas actividades, como aquellas en las cuales existe adquisición de deudas dinerarias preexistentes (y, por ende excluyen la creación de un nuevo crédito), como sería el caso de las operaciones conocidas como "factoring" y las de "fortaiting", no son consideradas actividades bancarias, como tampoco la adquisición de títulos valores diferentes de letras de cambio o cheques; al igual que la compra o venta de títulos y acciones por cuenta propia, o el manejo y garantía de emisiones de títulos y acciones, no constituyen actividades bancarias. Sin embargo, son en general realizadas por los bancos. Debe tenerse en cuenta que, a menos que la entidad que las desarrolla también realice actividades incluídas en el listado el artículo 1 de la ley, no estará bajo el alcance de la Ley Bancaria ni tendrá el carácter de banco.

Dado el amplio esquema legal dentro del que se mueven, los bancos realizan actualmente una amplia gama de operaciones no bancarias y pueden hacerlo ya sea bajo una sóla y única personalidad jurídica, o bien constituyendo filiales<sup>2</sup>. De tal manera que, *entrando ahora al tema de las inversiones permitidas para los bancos*, vemos que éstos, en términos generales, pueden actuar como verdaderas

---

<sup>2</sup> Sobre este específico punto conviene aclarar que problememente el único caso de importancia en el cual necesariamente se ha de constituir una filial es el de la banca hipotecaria (al menos desde el punto de vista del pasivo) dada la limitación establecida en el artículo 3 inciso 2 de la Ley Bancaria.

sociedades controladoras o "holding companies", es decir, adquirir participaciones totales o parciales en otras empresas y, en ese caso, no solamente del sector financiero y de seguros sino, incluso, de otros sectores de la economía.

De todas maneras, los bancos están sujetos al límite, establecido en el artículo 12 de la Ley Bancaria, según el cual, en general, el total de sus inversiones en acciones de bancos o de cualquier otro tipo de empresas, no puede exceder, en su conjunto, el monto del capital pagado, descontando el activo fijo. De dicho límite del 100 por ciento del capital pagado se excluyen, entre otras, las participaciones del banco que no lleguen a constituir el 10 por ciento del capital de la empresa receptora y las acciones que el banco adquiera por cuenta de terceros.

Como se ve, las posibilidades de crear grupos, con el banco como entidad matriz, no entra en conflicto con la legislación de la comunidad en cuanto se trate de grupos financieros, incluyendo empresas de seguros, pero sí podría llegar a no coincidir cuando la inversión de un banco alemán se concentre en exceso en sectores diferentes, pues podría darse el caso de que se superara el 15 por ciento del monto de los fondos propios del banco en una inversión específica o el 60 por ciento de los mismos en el agregado de inversiones en sectores no financieros. Sin embargo, a primera vista, no parecería que el armonizar estas dos reglas vaya a presentar dificultades.

En términos de la *estructura de la propiedad*, debemos anotar que si bien no existen reglas que establezcan limitaciones en términos de concentración, nacionalidad o similares, para adquirir la propiedad de un banco o grupo financiero, sí está regulada la existencia misma de los grupos que tienen un banco como matriz; se establece que un banco pertenece a un grupo bancario cuando posee, directa o indirectamente, al menos el 40 por ciento del capital de otra entidad bancaria o ejerce en forma directa o indirecta el control sobre la misma.

El principal efecto de pertenecer a un grupo bancario puede verse en la necesidad de que los coeficientes de capital se calculen de manera consolidada, a pro rata de la participación del banco matriz en las correspondientes subsidiarias. Adicionalmente, la ley establece que el banco matriz es responsable por el cumplimiento de las reglas sobre adecuación de capital del grupo bancario consolidado. Esta normatividad sobre capital consolidado se establece, según el Artículo 10 de la Ley Bancaria, como una garantía del cumplimiento de las obligaciones del grupo frente a sus acreedores.

En la práctica, y de acuerdo con las normas brevemente descritas, los grandes bancos comerciales en Alemania poseen con frecuencia sustanciales participaciones en subsidiarias financieras, sean éstas no consideradas como instituciones bancarias y, adicionalmente, también poseen participaciones en subsidiarias no financieras, incluyendo aseguradoras y entidades industriales o comerciales. También poseen con frecuencia participaciones minoritarias o de corto plazo que, dentro de los límites que examinamos, no estarían sometidas a

la limitación del 100% del capital pagado menos activos fijos, como atrás mencionamos.

Expuestas brevemente algunas características básicas del esquema bancario alemán en materia de operaciones, inversiones y estructura propietaria, pasamos a examinar otros esquemas, en el entendido de que, por vía de comparación, volveremos de nuevo sobre algunos puntos de la regulación en Alemania.

### C. Francia

La unidad básica, desde el punto de vista jurídico, del sistema financiero francés, es el establecimiento de crédito, definido por la "Ley relativa a la actividad y el control de los establecimientos de crédito", la No. 84-46 (en adelante "Ley Bancaria"), como aquella persona jurídica que efectúa operaciones de banca a título de profesión habitual. A su turno, la misma ley afirma que son operaciones de banca, la recepción de fondos del público y las operaciones de crédito, al igual que la puesta a disposición de la clientela, o la gestión, de medios de pago.

Ampliando un poco más los términos anteriores, la ley entiende por "fondos recibidos del público" los que se reciben de terceros, especialmente bajo la forma de depósitos, con el derecho de disponer de ellos y con la obligación de restituirlos.

En cuanto a "operaciones de crédito", se aclara que también incluyen el otorgamiento, a título oneroso, de garantías, cauciones, avales y similares, al igual que las operaciones de arrendamiento financiero.

Agrega luego la ley que, además de las operaciones anteriores, los establecimientos de crédito pueden efectuar una serie de operaciones conexas que la propia ley enumera de forma taxativa, entre las cuales se encuentran las operaciones de cambio, que se realizan con oro, monedas o metales preciosos; la colocación, suscripción, compra, venta, guarda o administración de títulos valores y de cualquier producto financiero, y la asesoría financiera y en materia de creación y desarrollo de empresas.

Fuera de las operaciones mencionadas en los artículos 1 a 5 de la Ley Bancaria y de las inversiones de que nos ocuparemos más adelante, los establecimientos de crédito en Francia no pueden realizar ninguna otra, a menos que haya sido permitida y debidamente reglamentada por el Comité de Reglamentación Bancaria. Dicho Comité, presidido por el Ministro de Economía y Finanzas e integrado, además, por el Gobernador del Bando de Francia, cuatro miembros nombrados por el Ministerio de Economía y Finanzas y cuatro miembros más, expidió a finales de 1986, su reglamento número 8621. Dicho reglamento habilitó a los establecimientos de crédito para ejercer funciones de mandatarios, comisionistas o corredores, especialmente por cuenta de una filial, y, además, los autorizó para prestar a su clientela servicios que pueden considerarse como una "prolongación de las operaciones bancarias". De todas maneras, se estableció

igualmente, que el monto anual del producido de las actividades cuyo ejercicio autorizó el reglamento mencionado, no deberá superar el 10 por ciento de los ingresos netos del establecimiento de crédito correspondiente.

Vistas ya las operaciones que, como regla general, pueden efectuar los establecimientos de crédito, examinaremos ahora que tipo de limitaciones tienen, en particular, las entidades que componen dicha categoría, y que son: los bancos, los bancos mutualistas o cooperativos, las cajas de ahorro y de previsión, las cajas de crédito municipal, las sociedades financieras, y las instituciones financieras especializadas.

En primer término, *los bancos* pueden realizar las operaciones que hemos examinado, además de las inversiones que luego analizaremos; los bancos mutualistas o cooperativos, las cajas de ahorro y de previsión y las cajas de créditos municipal pueden, en principio, efectuar todas las operaciones de banca, pero los reglamentos específicos que las rigen pueden, y de hecho normalmente lo hacen, establecer limitaciones adicionales para dichas entidades. Las Sociedades Financieras y las Instituciones Financieras especializadas no pueden captar fondos del público a la vista ni a menos de dos años de plazo, salvo cuando son autorizados expresamente para hacerlo como actividad accesoria por el comité de la Reglamentación Bancaria.

Pasando al tema de las inversiones encontramos que, en términos generales, los establecimientos de crédito en Francia están sometidos a reglas muy similares a las que describimos en el caso de la Comunidad Económica Europea; sus inversiones, individualmente consideradas, están limitadas a un 15 por ciento de los fondos propios de la entidad inversora, y, en forma conjunta, no pueden exceder del 60 por ciento de los mencionados fondos propios. Esos límites no incluyen inversiones de menos del 10 por ciento del capital de la entidad receptora, salvo si mediante tal inversión se adquieren derechos de voto por encima de dicho porcentaje o si se ejerce una "influencia notable" (la que se presume cuando se posee al menos 20 por ciento de los derechos de voto en la entidad correspondiente).

Igualmente, se debe tener en cuenta que las inversiones en otros establecimientos de crédito y casas de corretaje de valores, al igual que las que se realizan en empresas de seguros sometidas al control del Estado, y las efectuadas en otros establecimientos financieros (concepto que incluye los intermediarios en el mercado de valores) no están sometidas a las limitaciones anteriores.

En suma, la posibilidad para realizar inversiones, y para formar grupos financieros o mixtos resulta bastante amplia, lo cual nos lleva a examinar el punto siguiente sobre *estructura de la propiedad*:

Además de los grupos mixtos, que pueden conformarse dentro de las limitaciones atrás estudiadas, los grupos financieros pueden crearse teniendo como sociedad matriz, bien un establecimiento de crédito o una casa de corretaje de valores (*maison de titres*), o bien una "compañía financiera", que la ley define

como aquellas sociedades comerciales que tienen por actividad principal adquirir y administrar participaciones y que directa o indirectamente controlan varios establecimientos de crédito incluyendo, al menos, un banco.

Los efectos fundamentales de la reglamentación de los grupos se reflejan básicamente en dos aspectos: la obligación de consolidación contable y la obligación de cumplir, igualmente en forma consolidada, con los requisitos sobre adecuación de capital.

La obligación de consolidación contable se realiza solamente entre la empresa matriz (establecimiento de crédito, casa de corretaje de valores o compañía financiera) y sus filiales financieras o de gestión de servicios a las mismas, excluyendo, por tanto, las entidades de otros sectores de la economía e incluso las compañías de seguros. Además, para que se considere que existe un grupo financiero, la entidad matriz debe controlar de manera exclusiva o conjunta, directa o indirectamente, a las subsidiarias.

Se entiende que hay *control exclusivo* cuando la matriz posee una participación en el capital de la subsidiaria y, además, tiene la mayoría del derecho de voto o el poder de nombrar los miembros de los órganos de administración, dirección o vigilancia, y *control conjunto* cuando el capital es propiedad de un número limitado de asociados o accionistas que designan conjuntamente los órganos de dirección a fin de desarrollar una política común.

Existen también las obligaciones de consolidación antes mencionadas cuando la matriz ejerce "influencia notable" sobre la gestión y la política financiera de otra empresa, es decir, cuando la primera dispone, directa o indirectamente, de, al menos el 20 por ciento de los derechos de voto en la segunda.

Por su parte, la obligación de cumplir en forma consolidada con los requisitos sobre adecuación de capital, solamente existe cuando la matriz es un establecimiento de crédito o una "maison de titres", que ejerce el control de manera exclusiva o conjunta, de acuerdo con las reglas antes mencionadas, sobre otros establecimientos de crédito o corredoras de valores, excluyendo otras subsidiarias.

#### **D. Gran Bretaña**

Desde el punto de vista jurídico-formal la entidad básica del sistema financiero británico, a partir de la expedición de la Ley Bancaria de 1987, es la "empresa receptora de depósitos", definidas como aquellas entidades que reciben depósitos de dinero como una actividad habitual ("on a day to day basis") y los utilizan para prestarlos a terceros, o para financiar, totalmente o de manera significativa, cualquiera otra de sus actividades.

A su vez, se entiende por depósito, una suma de dinero recibida con carácter reembolsable, que puede pagar o no intereses o una prima, ya sea a la vista o a término y siempre y cuando no se trate de sumas entregadas como precio de la adquisición de bienes o servicios.

Solamente las entidades que hayan sido autorizadas, de acuerdo con esta ley, por el Banco de Inglaterra, como "receptoras de depósitos" pueden desarrollar las actividades arriba descritas, salvo excepción expresa de la Ley Bancaria. La cual se hace para el Banco de Inglaterra, el Banco Nacional de Ahorro, los bancos municipales, las sociedades de ahorro y construcción (que se rigen por su propio estatuto, expedido en 1986), las uniones de crédito, y otra serie de pequeñas entidades, así como las instituciones financieras internacionales señaladas en el Anexo 2 de la Ley Bancaria de 1987.

Salvo lo anteriormente descrito, el esquema legislativo británico no contiene normas generales sobre las operaciones permitidas o prohibidas a las entidades financieras, ni sobre inversiones, ni tampoco se ocupa de definir la estructura de la propiedad de las mismas, individualmente consideradas o por grupos.

Hasta 1979, las entidades financieras en Gran Bretaña desarrollaron sus actividades sin un marco legislativo comprensivo propia, aunque se regían por el mismo cuerpo normativo de las sociedades comerciales. La base de su actuar se hallaba más bien en la costumbre, la historia misma del sistema, los acuerdos tácitos o expresos, la auto-regulación, y la práctica, además, evidentemente, de los precedentes judiciales, si nos referimos al ámbito estrictamente jurídico.

Los sucesivos textos legales que se han emitido desde entonces en relación con la materia de nuestro interés (leyes bancarias de 1979 y de 1987, ley sobre servicios financieros en 1986, y leyes sobre compañías de ahorro y construcción de 1986 y 1988) son, como hemos visto en el caso específico de las leyes bancarias, lo suficientemente generales para que la determinación de los tipos específicos de entidades financieras en Gran Bretaña, sus características fundamentales, operaciones, inversiones y estructura propietaria, se deriven en mayor proporción de las fuentes atrás mencionadas y de las realidades y la competencia, que de dichos textos legislativos.

Antes de entrar a describir la específica forma de organización del sistema financiero británico, deseo resaltar el contraste existente en materia de aproximación al tema desde el punto de vista conceptual y jurídico entre los tres tipos de sistemas nacionales que hemos examinado hasta aquí, para anotar como, en los dos primeros, la ley y el reglamento determinan los contornos específicos de cada esquema, a diferencia del caso británico. A su vez, la forma como el legislador alemán y el francés se aproxima al tema es bien diferente, en la medida en que la ley francesa determina en forma más precisa y exhaustiva qué es, qué puede y qué no puede hacer un establecimiento de crédito, y la alemana se ocupa más de regular las operaciones, dejando un margen para que quienes las ejerzan delinee sus propios marcos específicos.

Volviendo a centrar nuestra atención en el esquema británico, vemos que, tradicionalmente, existió una estructura especializada, con los llamados "clearing banks" o grandes *bancos comerciales* encargándose de las actividades típicas de banca comercial, es decir, la recepción de depósitos del público y el otorgamiento de crédito, con la característica básica de manejar lo fundamental de los instrumentos de pago en el país, y de realizar entre ellos las tareas de compensación inherentes a esta función.

De otro lado, estaban las *sociedades de ahorro y construcción*, dedicadas esencialmente al manejo del crédito hipotecario; los llamados "*merchant banks*", que operaron inicialmente el descuento de títulos valores de origen comercial, y que fueron convirtiéndose luego en verdaderos bancos de inversión, dedicados a proveer financiación a las empresas, al manejo y administración de inversiones, operaciones de cambio exterior, servicios de asesoría financiera y participación en los mercados financieros europeos mejor conocidos como "euromarkets". También realizan operaciones de leasing, factoring y seguros e intermediación en seguros, al igual que participan en la financiación de empresas establecidas o en vía de creación y en el manejo, administración y garantía de emisiones de títulos valores corporativos.

Otros intermediarios financieros tradicionales en la Gran Bretaña son *las casas de descuento*, que constituyen intermediarios en la oferta y demanda de dinero entre el Banco de Inglaterra y los bancos comerciales; y *las compañías financieras* dedicadas esencialmente al crédito de consumo.

Las entidades mencionadas desarrollaron sus actividades tradicionalmente de manera especializada, al igual que las empresas aseguradoras y quienes realizan su actividad en el mercado de valores, ya sea como intermediarios o "brokers" o como tomadores de posición propia, "market makers" o "jobbers" como se les conoció en el argot de la City londinense antes del llamado Big Bang de 1986. En esa fecha, se autorizó la mezcla de las actividades mencionadas en el mercado de valores de Londres, se suprimió el sistema de comisiones fijas y se permitió que firmas externas a dicho mercado adquirieran la propiedad de "brokers" y "jobbers", permitiendo una mayor universalización desde el punto de vista funcional, de los diferentes actores en el sistema financiero británico.

Dada la creciente competencia entre las entidades del sector, las presiones internacionales provenientes de la mayor integración de los mercados, los cambios tecnológicos y los producidos en la propia mentalidad de los reguladores de Gran Bretaña, y ante el hecho de que la distinción funcional, entre las actividades de banca comercial, banca de inversión, banca hipotecaria, seguros, manejo de fondos de inversión y corretaje y negociación de valores, se basó más en la práctica, en autoregulaciones y restricciones auto-impuestas que en textos legales, desde mediados de la década de los 80, las diferentes entidades financieras británicas se caracterizan por una marcada diversificación de servicios y por la conformación de verdaderos grupos. Es así como encontramos que los bancos comerciales, las sociedades de ahorro y construcción y las compañías de seguros ofrecen ahora un amplio rango de servicios financieros, bien en sus propias sucursales, o bien a través de la adquisición de filiales o mediante la figura

de la agencia, consistente en acuerdos mediante los cuales un intermediario financiero vende en sus instalaciones un producto financiero de otro intermediario a cambio del pago de una comisión.

Los "merchant banks", al igual que los bancos comerciales han intensificado su presencia en los mercados de valores y una importante cantidad de fusiones y adquisiciones entre diferentes intermediarios financieros y corredores de valores, compañías de seguros, etc. se ha llevado a cabo dentro de este proceso de integración de grupos y diversificación en la oferta de productos. Ya es usual ver a los "clearing banks" como propietarios de firmas de corredores, casas de bolsas, bancos de inversión y fondos de inversión, con lo que desaparece en la práctica, la tradicional distinción entre estos diferentes tipos de servicio al público.

El proceso ha llegado aún más lejos si vemos que firmas no financieras prestan ya varios servicios financieros, ya sea a través de la adquisición de entidades financieras, o mediante la obtención directa de licencias. En la práctica, los reguladores han ido cambiando su criterio en materia de separación de sectores y de entidades, y así vemos que se permite, aunque aún con cierta resistencia, la unión de aseguradoras y entidades financieras. Tampoco debemos olvidar que hace ya cierto tiempo los bancos comerciales entraron al campo de la banca hipotecaria, y, como una reacción natural, las "building societies" prestan también servicios que hasta hace muy poco eran considerados exclusivos de los "clearing banks" e inclusive servicios de aseguradores y de corredores y casas de bolsa.

Finalmente, no debemos olvidar que todo el movimiento descrito se presenta en un sistema financiero con una estructura dual, en la medida en que en él conviven no solamente el sistema doméstico británico, sino uno de los mayores centros financieros internacionales, al punto de que, en términos de activos de los intermediarios, es mayor la porción de los denominados en monedas extranjeras que el de aquellos que se denominan en Libras Esterlinas. Frente a todo este movimiento, cuyas repercusiones se hacen aún mayores debido a la "dualidad" del sistema, como lo acabo de mencionar, se ha producido un gran cambio en la estructura británica de supervisión, el cual se refleja en las leyes bancarias de 1979, y de 1987, y en los ajustes que aún hoy se están desarrollando en la materia. Pasamos ahora a examinar el sistema financiero de los Estados Unidos, una vez que hemos descrito de manera sucinta los modelos comunitarios y aquellos nacionales que seguramente son los que, entre los europeos, ejercen una mayor influencia sobre la organización de los esquemas de banca de Latinoamérica.

## **E. Estados Unidos y América**

Debido a la historia misma y a las características particulares de la organización constitucional y, en términos generales, jurídica y política de los Estados Unidos, el sistema financiero del país posee características muy especiales como la gran fragmentación del sistema y su diversidad o heterogeneidad.

Así que comencemos por examinar dichas características, como una manera de aproximarnos al correspondiente sistema.

## 1. Multiplicidad

A diferencia de la mayoría de los países en los cuales el sistema financiero alcanza un buen nivel de desarrollo, en el esquema estadounidense existe una enorme cantidad de entidades independientes encargadas de la prestación de servicios financieros. Es así como en el caso de los bancos comerciales, existen cerca de 13.000 diferentes instituciones autorizadas, de tamaños diferentes de alcance igualmente diverso en cuanto a las actividades que desarrollan.

Pero la fragmentación no solamente se presenta entre las entidades sino también entre los entes públicos encargados de su autorización, regulación, y supervisión. Existen *los bancos nacionales* cuya autorización para funcionar debe otorgarla la oficina del Contralor de la Moneda (OCC); son bancos asegurados por la Corporación Federal de Seguro de Depósitos (FDIC), y supervisados, además de la mencionada oficina del OCC por la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal (FED). *Los bancos estatales miembros del FED*, cuya autorización para funcionar proviene de las autoridades del correspondiente Estado, y su admisión al FED de la mencionada Reserva Federal, están también asegurados por el FDIC y regulados y supervisados por el OCC, el FED, el FDIC, y las propias autoridades estatales de control. *Los bancos estatales asegurados, no miembros del FED*, autorizados para funcionar por las autoridades estatales del control, asegurados por FDIC, regulados y supervisados por el FED, el FDIC y las autoridades estatales. Y los *bancos estatales no asegurados*, cuya autorización es recibida de las autoridades estatales, las cuales también los supervisan y regulan, pero a los que adicionalmente les son aplicables algunas regulaciones del FED.

Esa fragmentación, de la cual hemos examinado solo una pequeña parte (la referida explícitamente a bancos) obedece no solamente a la gran incidencia que históricamente se ha dado al poder de los Estados de la Unión para regular estas materias, sino también a la propia fuerza política de los grupos de interés de los bancos locales, que les ha permitido defenderse con bastante éxito de la competencia de los grandes bancos; es así como ha sido tradicionalmente predominante en el sistema norteamericano la idea que los bancos no tengan sucursales sino solamente en aquellos Estados en donde tienen su casa principal; lo cual se complementa con el principio, recogido en la Ley Bancaria de 1933, de que aún los bancos cuya autorización para funcionar es otorgada por las autoridades federales (OCC) están sujetos a las leyes estatales en materia de apertura de sucursales. Es así como solamente hasta épocas muy recientes se ha desarrollado un movimiento en varios estados en el sentido de eliminar las barreras para que bancos de otros estados puedan abrir sucursales en ellos, lo cual ha llevado al desarrollo de grandes bancos regionales usando básicamente la figura de las firmas controladoras de bancos o Bank Holding Companies, de las cuales nos ocuparemos más adelante.

## 2. Heterogeneidad

En segundo término vemos que el sistema estadounidense no solamente es fragmentado sino también heterogéneo, es decir que no solamente lo compone un muy elevado número de entidades, sino que ellas son de diversos tipos, desarrolladas inicialmente dentro de una idea de cierta especialización en la prestación de servicios financieros, pero que a través de sucesivas transformaciones y adaptaciones, así como de la creación de nuevos productos han ido invadiendo los campos de otras entidades, al punto de que cada vez se hace más difícil caracterizarlas de una forma precisa. Existen entonces diferentes tipos de entidades atendiendo similares segmentos del mercado pero muchas veces obedeciendo regulaciones diversas, lo cual complica bastante la organización del sistema.

A esta heterogeneidad contribuye la separación que ha tratado de mantenerse desde los años 30, (expedición de la Ley Bancaria de 1933) entre las actividades de la banca comercial y la banca de inversión, y la que igualmente tratan de mantenerse, aunque con menos éxito, entre la banca comercial y la hipotecaria, especialmente desde 1932.

Los principales tipos de intermediarios en el complejo sistema norteamericano, sus características fundamentales y la evolución de los principios de multiplicidad y heterogeneidad, son los temas que nos ocuparan en los siguientes párrafos:

*Bancos comerciales:* Tradicionalmente han sido los entes de mayor importancia en el sistema financiero, y aún en la actualidad sus activos superan el 30% del total de activos de las entidades financieras en el país, si bien han venido perdiendo terreno proporcionalmente, al punto de que a comienzos de siglo su participación en el mercado interno era cercana al doble de lo que es hoy en día. Su operación esencial, desde el punto de vista del activo, fue originalmente el otorgamiento de crédito de corto plazo, pero poco a poco fueron incluyendo el crédito de largo plazo, especialmente a las empresas, como una de sus actividades fundamentales. Además, a la vez que otorgan crédito a la industria y el comercio y constituyen la fuente primordial de crédito sin garantía real para las empresas, son igualmente la fuente principal de crédito para las pequeñas empresas, y han expandido su actividad al crédito de consumo, el crédito hipotecario y el financiamiento de actividades agrícolas.

Precisamente en materia de crédito hipotecario, cuya concesión no les fue permitida por ley hasta 1900, los bancos comerciales han ido ampliando cada vez más su actividad. A su vez, también las entidades de ahorro y crédito para la vivienda han diversificado sus operaciones en los últimos años.

En cuanto a las operaciones en el lado pasivo del balance, vale la pena mencionar que su fuente principal de recursos, los depósitos del público, han ido perdiendo terreno y cada vez revisten mayor importancia en su actividad las

obligaciones no provenientes de depósitos, tales como créditos recibidos de fondos federales, emisión de deuda subordinada, etc.

Igualmente debe anotarse que, en la medida en que la competencia se ha hecho más fuerte en el campo específico de la intermediación, los bancos comerciales han intensificado sus operaciones de fuera del balance tales como sus actividades de corretaje en cambio exterior y el manejo de productos de cubrimiento de riesgo de tasas de interés y los llamados swaps, especialmente los relacionados con tasas de interés, así como la apertura de cartas de crédito contingentes al igual que la venta de créditos sin obligación de recompra.

Adicionalmente, los bancos comerciales han incrementado su participación en actividades de asesoría financiera y en la intermediación de títulos del gobierno. A la vez, sus compañías controladoras, de las cuales nos ocuparemos brevemente hacia el final de este capítulo, se han ido introduciendo, a través de filiales, en corretaje de acciones y valores por cuenta de terceros, leasing y, en cierto modo limitado, hasta donde las regulaciones lo han ido permitiendo, en negociar y garantizar operaciones en acciones de compañías.

Examinemos ahora algunos otros actores de importancia en el contexto del sistema financiero de los Estados Unidos: En primer término tenemos las *Asociaciones de Ahorro* (previamente denominadas savings and loans associations, hasta la expedición de su ley de reforma en 1989), que desde sus comienzos, en el siglo 18, y muy especialmente a partir de la década de 1930, se especializaron en las actividades de banca hipotecaria, teniendo su propio sistema de regulación y supervisión, y que han venido participando en otros segmentos del mercado bancario antes principalmente reservados a la banca comercial. Sufrieron, muchas de estas entidades, la porción más dramática de la crisis de entidades financieras en los Estados Unidos en los últimos años, y aún se lucha por terminar de sanear el sector, lo cual ha implicado, como se sabe, muy altos costos.

Existen también las *uniones de crédito*, entidades de carácter fundamentalmente cooperativo, que se crearon con la intención de prestar servicios financieros básicos a personas con un nexo común, como el de ser empleados de una misma institución, asociados a un mismo sindicato, etc. pero algunos de los cuales han podido rebasar el ámbito inicial y en la actualidad, en algunos Estados de la Unión, han adquirido una posición mucho más significativa del mercado.

Al lado de las anteriores, tenemos otras entidades que captan depósitos del público, como los llamados *bancos industriales*, generalmente de pequeño tamaño y que existen tan sólo en algunas regiones del país, especializados en la concesión de pequeños créditos de consumo, y los *bancos hipotecarios* cuyos activos representan menos del 2 por ciento del total de los activos de las entidades financieras en el país, pero que juegan un papel más importante del que la talla de los mismos haría presumir, al ser participantes importantes en la venta de la mayoría de sus créditos hipotecarios a inversionistas institucionales, recibiendo una comisión por dicho servicio.

Otro grupo de entidades, que no captan, como actividad principal, depósitos del público, son las *compañías financieras*, cuyo objeto básico es la financiación de ventas de productos al detal y cuya fuente básica de recursos está constituida además de su propio capital, por créditos bancarios, bonos y otros títulos valores que emiten en el mercado. Varias de estas han sido establecidas por grandes compañías industriales y comerciales, y se dedican esencialmente a proveer crédito a quienes van a adquirir los productos de su compañía matriz. Igualmente tenemos las *compañías de factoraje*, que se dedican a la adquisición de facturas, con obligación de recompra o sin ella, entidades que requieren un alto grado de sofisticación en el análisis del riesgo, pues, generalmente, quienes recurren a este tipo de financiación, de relativo alto precio, no han estado en condiciones de acceder a un crédito más barato.

Al lado de las entidades mencionadas, encontramos igualmente los comúnmente llamados *inversionistas institucionales*, como los fondos mutuos, los fondos de pensiones, y las compañías de seguros, cuya actividad esencial, como es de todos sabido, se desarrolla esencialmente en los mercados financieros y de valores; y finalmente, los *bancos de inversión*, entre los cuales se hallan algunas de las mayores firmas del mercado estadounidense, que tienen como funciones básicas la de garantizar emisiones de acciones y títulos y la de prestar todos los servicios inherentes a dichas emisiones, así como ser corredores de bolsa e inclusive asumir posición propia. Desarrollan igualmente toda una gama de actividades de asesoría e inversión tales como las relacionadas con fusiones de empresas, adquisiciones de las mismas y manejo de fondos mutuos. La mayoría de estas entidades derivan una significativa porción de sus utilidades de las actividades de corretaje y negociación directa de acciones y valores.

La integración de un sistema con características de multiplicidad y heterogeneidad como el brevemente descrito para el caso de los bancos se desarrolla en un entorno legal y reglamentario igualmente intrincado, con intervención de múltiples agencias gubernamentales. Al entrar en juego otros reguladores específicos para los diferentes tipos de entidades mencionados y en especial, los relacionados con los mercados de valores y con las asociaciones de ahorro, se complica aún más la estructura.

No podíamos terminar nuestra revisión del sistema financiero estadounidense sin mencionar de algún modo las compañías controladoras de bancos o "bank holding companies", que constituyen uno de sus elementos característicos.

El origen de las mencionadas compañías probablemente se halla en la preocupación de las autoridades de regulación, especialmente de la Reserva Federal, desde la década de los 20 sobre la formación de grupos, que evadían las restricciones sobre ubicación de sucursales y actividades permitidas a los bancos; algunos años más tarde comenzaron a surgir grupos que integraban intereses en los sectores financiero, manufacturero y comercial, hasta que, en 1956, el Congreso expidió la Ley sobre compañías controladoras de bancos, procurando controlar la concentración de los recursos financieros y los conflictos de interés. Tras las significativas enmiendas de 1970 y 1987, la Ley define este tipo de compañías, como aquella que controla cualquier banco u otra compañía controladora.

Un banco, a su vez, para efectos de esta legislación, se define básicamente como una entidad, organizada bajo ley federal o estatal, que recibe depósitos a la vista o, en todo caso, depósitos que pueden ser retirados mediante el uso de cheques o medio de pagos similares, y que, además, otorga créditos comerciales.

A su vez se entiende, salvo una serie de excepciones expresas, que se tiene el control sobre un banco o una controladora, cuando se posee el poder de voto sobre el 25% o más del total de acciones de dicha entidad, o cuando se controla de cualquier manera la elección de la mayoría de sus directores, o en fin, cuando la Reserva Federal determina, previo el procedimiento de rigor, que se ejerce de manera directa o indirecta el control sobre la administración o las políticas del banco o compañía correspondiente.

Esencialmente, lo que las compañías controladoras constituyen dentro del sistema norteamericano es una alternativa de organización para una entidad bancaria. Así, podría decirse que uno de los puntos fundamentales que diferencian esa alternativa de la de constituir un banco directamente es el de que la compañía está autorizada para controlar bancos y otras empresas que llevan a cabo actividades "estrechamente relacionadas con la banca", mientras que, los bancos tan solo pueden desarrollar actividades de banca y, en caso de los bancos nacionales, operaciones "incidentales a la banca". Como se ve, en principio, ni uno ni otro están autorizados para desarrollar actividades no relacionadas con la bancaria, pero la real diferencia surge de la interpretación que los reguladores han dado a lo que es el campo de acción de uno y otro, la cual ha sido más amplia en el caso de las sociedades controladoras. Mediante una serie de decisiones controversiales, la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, regulador principal de todas las compañías controladoras de bancos, les ha permitido, a través de sus subsidiarias, ir ganando terreno en materia de garantizar emisiones y hacer negociaciones en títulos de crédito, bonos y acciones de compañías.

Para terminar, mencionemos que las compañías controladoras están sujetas por su regulador principal (la Reserva Federal, como atrás se dijo) a respetar niveles de capitalización basados en la consolidación contable con sus subsidiarias. En cualquier caso cada una de estas formas de organización está sujeta a normas tributarias regulatorias y comerciales especiales.

Pasemos ahora a examinar algunos sistemas financieros en América latina.

## **F. Mexico**

Desde el punto de vista jurídico, la unidad fundamental del sistema financiero mexicano es la llamada "institución de crédito", definida como aquella que presta servicios de banca y crédito. Según la Ley de Instituciones de Crédito, publicada el 18 de Julio de 1990, éstos consisten en "la captación de recursos del público en el mercado nacional para su colocación en el público, mediante actos causan-

tes de pasivo directo o contingente, quedando el intermediario obligado a cubrir el principal y, en su caso, los accesorios financieros de los recursos captados".

Dichas instituciones de crédito pueden ser *instituciones de banca múltiple o instituciones de banca de desarrollo*. Ambas son entidades autorizadas por el estado; los bancos múltiples tienen una estructura de propiedad bien particular, que más adelante examinaremos. Los bancos de desarrollo son esencialmente entes de propiedad estatal (al menos en un 66% de su capital), pudiendo el 34% restante, ser adquirido por entes privados o públicos, pero todos de nacionalidad mexicana.

Desde el *punto de vista operacional*, los bancos múltiples solamente pueden ejercer las actividades enumeradas en el artículo 46 de la ley mencionada y las análogas y conexas que autorice la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México. Esas operaciones autorizadas por ley comprenden, desde el punto de vista *pasivo*, entra otras, la recepción de depósitos de dinero a la vista y a plazo, la recepción de préstamos y la emisión de bonos bancarios; por el lado *activo* incluyen principalmente el otorgamiento de créditos y descuentos y, adicionalmente, la realización de inversiones que más adelante examinaremos con algún detalle.

Los bancos múltiples están también facultados para manejar y administrar medios de pago, expedir tarjetas de crédito, asumir obligaciones contingentes, practicar operaciones de fideicomiso y recibir mandatos de confianza y prestar toda una serie de servicios financieros, que van desde los tradicionales de guardia y custodia de bienes y valores, hasta la representación común de tenedores de títulos de crédito y la prestación de servicios de caja y tesorería en relación con títulos de crédito, por cuenta de las entidades emisoras.

Pueden, igualmente, operar en los mercados de valores, dentro de los límites que les fijan las leyes bancarias y la del Mercado de Valores, así como operar con documentos mercantiles por cuenta propia, y promover la organización y transformación de toda clase de empresas y sociedades mercantiles, así como suscribir y conservar acciones o partes de interés en las mismas.

Los bancos de desarrollo, por su parte, pueden realizar las mismas operaciones que los bancos múltiples, pero están regulados, además de la legislación bancaria en general, por sus propias leyes específicas, las cuales determinan modalidades especiales y excepciones; así que, en la práctica, a esos estatutos especiales habrá que referirse para examinar el caso particular de cada uno de los bancos de desarrollo, los cuales, en suma, son más unas entidades vistas como ejecutoras de programas específicos para ciertos sectores económicos, que bancos regidos por leyes comerciales actuando en un mercado de competencia abierta.

Otros entes que operan en los mercados financieros y de valores en México son las entidades específicamente mencionadas en la Ley de Instituciones de

Crédito, tales como el Banco de México, el Patronato del Ahorro Nacional y los fideicomisos públicos para el fomento económico, al igual que las llamadas *organizaciones auxiliares del crédito* (que incluyen uniones de crédito, almacenes generales de depósito, arrendadoras y financieras y, empresas de factoraje financiero) y, además, los *intermediarios financieros no bancarios* y los llamados *inversionistas institucionales*, que incluyen las instituciones de seguros y fianzas, sociedades de inversión, y fondos de pensiones y jubilaciones y, en fin, aquellos actores cuyo escenario fundamental, al igual que para los anteriores, es el mercado de valores, tales como las casas de bolsa y los demás especialistas bursátiles.

Mencionadas las principales entidades del sistema, vamos ahora a examinar las facultades de los *bancos múltiples* en *materia de inversiones*, a fin de dejar claro el camino para proceder luego a revisar la estructura de propiedad de los establecimientos de crédito y de los grupos financieros en México.

Para los bancos múltiples, la Ley de Instituciones de Crédito establece un régimen de limitaciones específicas en relación con sus inversiones en el sector financiero y en actividades conexas, y otro para las demás inversiones.

En cuanto al primero, señala lo que sigue: los bancos múltiples no pueden invertir más del 60% de su capital pagado y reservas de capital en entidades de servicios "complementarios" o "auxiliares" o en inmobiliarias que sean propietarias o administradoras de bienes destinados a sus oficinas, descontados sus activos fijos. Tampoco podrán invertir más del 50% de su capital pagado y reservas de capital en participaciones en entidades financieras del exterior o en participaciones en organizaciones auxiliares del crédito e instituciones financieras no bancarias (este último tipo de inversión solamente se permite a los bancos múltiples que no forman parte de grupos financieros y excluye la posibilidad de invertir en casas de bolsa y compañías de seguros y de fianzas).

Se establece, además, un límite global, de acuerdo con el cual las inversiones relacionadas en los anteriores apartes (más los gastos de instalación de un banco, en su caso) no podrían, en conjunto, exceder del capital pagado y reservas de capital del banco inversionista, descontados sus excesos de inversión y el valor de los bienes recibidos en pago.

En cuanto al régimen de inversiones en otro tipo de sociedades, la regla básica es que los bancos múltiples están sujetos a un límite máximo del 5 por ciento de los recursos captados del público en el mercado mexicano. Adicionalmente, como regla general, debe tratarse de inversiones muy minoritarias (hasta el 5 por ciento del capital pagado de la entidad receptora, con algunas excepciones, generalmente de orden temporal, y en los casos de promoción de formación de empresas nuevas).

Pasemos ahora a examinar el *régimen de estructura de la propiedad en los bancos múltiples* y, luego, en los grupos financieros.

*Bancos Múltiples:* el punto de partida en materia de estructura de la propiedad de los bancos múltiples en México es el de que ninguna persona física o moral puede llegar a poseer, directa o indirectamente, el control de acciones por más del 5 por ciento del capital pagado de un banco múltiple.

Se exceptúan aquellos casos en los cuales la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, al considerarlo justificado, apruebe un porcentaje mayor, el cual puede llegar hasta el 10 por ciento. Otra excepción es el caso de los inversionistas institucionales (dentro de ciertas limitaciones que la propia ley señala) cuya participación podría llegar al 15 por ciento.

No están sometidos a la limitación anterior el Gobierno Federal, el Fondo Bancario de Protección al Ahorro y las sociedades controladoras, a las cuales nos referiremos más adelante.

Las acciones de las instituciones de banca múltiple, se dividen en tres grupos, las de la Clase A, que representan siempre el 51 por ciento del capital social, y que solamente pueden ser adquiridas por el Gobierno Federal, bancos de desarrollo, el Fondo Bancario de Protección al Ahorro y las sociedades controladoras, o personas físicas mexicanas. Las de la Clase B, que pueden llegar hasta el 49 por ciento del capital social, que, pueden ser adquiridas además, por inversionistas institucionales o por personas morales mexicanas que excluyen la participación extranjera. Y las acciones de Clase C, cuya emisión requiere autorización de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, que pueden llegar hasta el 30 por ciento del capital social (en cuyo caso las de la Clase B se disminuirán proporcionalmente) y que pueden, además, ser adquiridas por personas físicas o morales extranjeras (excluyendo gobiernos o dependencias oficiales) o por entidades mexicanas que permitan participación extranjera.

*Grupos Financieros:* Con excepción de los casos, que ya examinamos, de bancos que tienen como filiales organizaciones auxiliares del crédito o empresas que les prestan servicios complementarios o auxiliares, y de las casas de bolsa respecto a las filiales que la Ley del Mercado de Valores les permite tener, las entidades financieras no pueden utilizar denominaciones iguales o semejantes a las de otras entidades financieras, ni actuar de manera conjunta u ofrecer servicios complementarios, salvo si conforman grupos financieros de acuerdo con la Ley para Regular las Agrupaciones Financieras, expedida en 1990.

De acuerdo con dicha ley, los grupos estarán integrados por una sociedad controladora y al menos tres entidades financieras de diferente tipo, que pueden ser bancos múltiples, casas de bolsa, casas de cambio, alguna de las organizaciones auxiliares del crédito, o instituciones de seguros o de fianzas, o sociedades operadoras de sociedades de inversión. Las sociedades controladoras, a su vez, son entes que tienen por objeto adquirir y administrar acciones emitidas por los integrantes del grupo y que no pueden celebrar operaciones propias de las entidades financieras integrantes del grupo. Dichas controladoras deberán ser propietarias de acciones con derecho a voto que

represente el 51 por ciento del capital pagado de cada uno de los integrantes del grupo, y tener el control de las asambleas generales de accionistas y de la administración de todos los integrantes del mencionado grupo.

En cuanto a su estructura de propiedad como regla general, ninguna persona física o moral podrá adquirir directa o indirectamente el control de más del 5 por ciento del capital pagado de una sociedad controladora, salvo si la Secretaría de Hacienda la autoriza para llegar hasta el 10 por ciento, o si se trata de un inversionista institucional, dentro de las limitaciones de la ley, caso en el cual podrá llegar al 15 por ciento.

Adicionalmente, las acciones de las sociedades controladoras también se dividen en tres series, en proporciones iguales a las de los bancos múltiples, y que pueden ser adquiridas así:

Serie A, por personas físicas mexicanas o los Fondos de Protección al Ahorro o el de protección y garantía en el caso del Mercado de Valores.

Serie B, además de las anteriores, por personas morales mexicanas, sin participación extranjera, e inversionistas institucionales y,

Serie C, además, por personas físicas o morales extranjeras (salvo gobiernos y entidades oficiales) y personas morales mexicanas que permitan la participación extranjera.

Uno de los aspectos más interesantes de esta legislación sobre grupos financieros en México, lo constituyen las disposiciones de acuerdo con las cuales las sociedades controladoras deben suscribir convenios con las entidades financieras de su grupo, de acuerdo con los cuales aquellas responden de manera subsidiaria pero ilimitada, del cumplimiento de las obligaciones a cargo de las entidades financieras integrantes del grupo, y también deben responder ilimitadamente por las pérdidas de todas y cada una de dichas entidades. Cada una de las demás entidades del grupo no responderá por las pérdidas de la controladora ni de cualquiera otra de las entidades integrantes del grupo. De esta forma se busca proveer una garantía adicional para los bienes del público con cargo al capital de los dueños de una entidad financiera en dificultades, quienes tendrían que liquidar sus inversiones en la misma y en otras entidades para responder por pérdidas.

Como puede verse, el esquema mexicano tiene algunas reminiscencias del esquema de los Estados Unidos, especialmente en cuanto a la figura de las sociedades controladoras, pero en el detalle son bastantes diferentes, no solamente por el mayor campo de acción de los bancos múltiples en México, desde los puntos de vista funcional y geográfico, sino también porque las controladoras hallan una de sus principales razones de ser en esa responsabilidad adicional que se deriva de los convenios que hemos mencionado, modalidad adicional de garantía que no se ofrece en el esquema de los Estados Unidos.

Existen muchas otras diferencias, como las relacionadas con regulaciones sobre nacionalidad del inversionista, clases de acciones, etc., que hacen que, las semejanzas entre estos dos sistemas sean más aparentes que reales. De todas maneras parece bien interesante el esquema legal planteado en México y habrá que seguir de cerca sus resultados en la práctica, dentro de un momento que se caracteriza, en dicho país, por la consolidación del importante proceso de privatización bancaria realizado y por los necesarios ajustes institucionales y operativos que están en curso, tanto en relación con las entidades mismas, como con el aparato estatal de regulación, control y vigilancia del sistema. Pasemos ahora a ver otros esquemas en Latinoamérica.

## G. Chile y Perú

La estructura básica de los sistemas financieros de Chile y Perú, especialmente en relación con la actividad bancaria, presenta una serie de trazos comunes que nos permiten tratarlas en conjunto. Vamos entonces a hacerlo centrandó nuestro análisis básicamente en los puntos relacionados con integración general del sistema, aspectos operativos, inversiones y estructura propietaria.

Comenzando por *Chile*, que fue, de los dos países que ahora examinamos, el que más temprano adoptó la estructura básica de su sistema financiero (desde mediados de los 80), encontramos que la Ley General de Bancos entiende por *banco comercial* (unidad fundamental del sistema) a "toda institución que se dedique al negocio de recibir dinero en depósito y darlo a su vez en préstamo, sea en forma de mutuo, de descuento de documentos o en cualquiera otra forma".

Junto con los bancos mencionados, de cuyas operaciones nos ocuparemos en detalle un poco más adelante, y que de acuerdo con expreso mandato legal, pertenecen todos al sector privado, (salvo el Banco de Estado que posee un estatuto especial), se hallan las llamadas *sociedades financieras*, que se especializan fundamentalmente en el crédito de consumo y que, en esencia, se diferencian de los bancos por no poder ofrecer servicios de cuenta corriente, ni financiar operaciones de comercio exterior o negociar en moneda extranjera. Tampoco están habilitadas para desarrollar comisiones de confianza, ni para tener filiales tal como, según veremos más adelante, se permite a los bancos comerciales.

En realidad los más fuertes competidores de la banca comercial en los mercados de capitales chilenos son los fondos de pensiones y, en menor medida, las compañías de seguros de vida. Otros actores importantes del mercado financiero en Chile son las compañías de arrendamiento financiero, los fondos mutuos y las agencias de valores; como veremos más adelante varios de ellos son filiales de los bancos comerciales.

En cuanto a *operaciones permitidas*, los bancos comerciales, pueden realizar las operaciones clásicas de banca, tales como la recepción de depósitos, la celebración de contratos de cuenta corriente bancaria, la emisión

de bonos, la concesión de préstamos y descuentos, e igualmente el otorgamiento de avales y garantías.

También están habilitados los bancos para financiar operaciones de comercio exterior emitiendo cartas de crédito y, para efectuar operaciones de cambios internacionales, así como para prestar diversos tipos de servicios y para efectuar una larga lista de comisiones de confianza. También están autorizados para realizar operaciones de banca hipotecaria, así como para adquirir, conservar y enajenar títulos representativos de deuda pública y otros valores mobiliarios de renta fija, y para encargarse de la emisión y garantizar la colocación y el servicios de estos últimos.

Por otra parte, los bancos comerciales no están autorizados para realizar directamente intermediación de valores de renta variable por cuenta propia o ajena, ni para prestar otros servicios financieros diferentes de los que expresamente les autoriza la Ley, pero se les permite constituir sociedades filiales para efectuar dichas operaciones (unas y otras); también les es permitido adquirir acciones de bancos extranjeros, previa autorización de la Superintendencia de Bancos, hasta un límite del 20 por ciento de su capital pagado y reservas en cada uno de dichos bancos. Todas estas inversiones en filiales y en los mencionados bancos del exterior no pueden exceder, en su conjunto, del total del capital pagado y reservas del banco inversionista, descontado su activo fijo.

En *Perú*, de acuerdo con la recientemente expedida Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros, (abril de 1991) los entes fundamentales de su sistema financiero son las llamadas "empresas bancarias", que se definen como aquellas cuyo negocio principal consiste en recibir dinero del público, en depósito o bajo cualquier otra modalidad contractual, y en utilizar ese dinero, menos el encaje, su propio capital y el que obtengan de otras fuentes de financiación, en conceder créditos en la forma de préstamos, descuento de documentos y, en general, efectuar las demás operaciones que la misma Ley les permite, a las cuales nos referiremos más adelante.

La otra unidad importante, está constituída por las llamadas "empresas financieras", intermediarios financieros no autorizados para captar depósitos a la vista y que, si bien pueden realizar muchas de las operaciones autorizadas a los bancos, tienen una inclinación mayor hacia la prestación de servicios y otorgamiento de garantías en relación con emisiones primarias de valores, a negociar con dichos valores y a la prestación de servicios de asesoría financiera.

En cuanto a las *operaciones* básicas permitidas, los bancos, están habilitados para realizar una gama de ellas que no difiere de la que hemos descrito en el caso chileno, incluyendo igualmente operaciones de banca hipotecaria e inclusive, en forma expresa, el factoraje. En cuanto a la posibilidad de comprar, conservar y vender acciones de bancos o financieras del exterior, ésta se limita al 25 por ciento del patrimonio efectivo del banco adquirente (dicho patrimonio efectivo incluye

---

básicamente capital pagado, reserva legal y facultativa, excedente de revaluación y provisiones genéricas, más alguna deuda subordinada, de acuerdo con los parámetros de la ley, y descontadas las inversiones en empresas subsidiarias).

La posibilidad de adquirir, conservar y vender acciones y bonos de sociedades anónimas, las cuales deben ser cotizadas en bolsa, está limitada a un 15 por ciento del patrimonio efectivo y, desde el punto de vista temporal, a un máximo de un año; de lo que se trata es de que los bancos negocien con estos títulos, pero no se conviertan en propietarios permanentes de las entidades, diferentes de sus subsidiarias, cuyas acciones les es permitido adquirir.

Tal vez el rasgo más característico del esquema peruano lo hallamos en el hecho de que las operaciones de arrendamiento financiero, establecimiento y administración de fondos mutuos, y suscripción transitoria de primeras emisiones de valores con garantía total o parcial de su colocación<sup>3</sup>/ solamente pueden ser desarrolladas a través de una empresa subsidiaria, bajo la forma de sociedad anónima y con participación del banco matriz no inferior a 2/3 del capital de aquella, o a través de un departamento separado pero sin personalidad jurídica independiente.

A su vez, la prestación de servicios de almacén general de depósito y los propios de una sociedad corredora de valores tan sólo podrán prestarse a través de la constitución de una subsidiaria. Estas subsidiarias, al igual que las mencionadas en el párrafo anterior, deben ser de objeto único y especializado por tipo de operación, y el conjunto de las inversiones de un banco en subsidiarias no puede ser mayor al cincuenta por ciento del capital pagado y reservas del banco y, adicionalmente, para el cómputo de sus límites sobre adecuación de capital, el banco deberá descontar de su capital el monto de lo invertido en dichas subsidiarias.

Un régimen similar existe para las financieras cuando se trata de que desarrollen operaciones de arrendamiento financiero o de establecer y administrar programas de fondos mutuos.

## NOTA FINAL

Vale ahora la pena presentar, a la luz de todo lo expuesto, algunas reflexiones en torno a los sistemas financieros latinoamericanos tengamos en cuenta que las características esenciales de sistemas financieros como los que hemos descrito en México, Chile y Perú, y el de Colombia, han resultado de cambios legislativos recientes, como que todos son, en términos generales, posteriores a 1985, además procesos de reformas similares se ha adelantado en países como El Salvador o se hallan en curso como en los casos de Venezuela, Bolivia y

---

<sup>3</sup> La promoción y canalización de operaciones de comercio exterior y la prestación de servicios de asesoría financiera también están sujetas a este régimen, pero las subsidiarias que las desarrollan no requieren capital mínimo ni autorización previa para su establecimiento.

Nicaragua, entre otros (que a su vez responden a cambios en el entorno económico y financiero).

Estos procesos se desarrollan en un tiempo en el cual vemos que los esquemas europeos, como se ha expuesto, avanzan hacia un mayor campo de acción para los bancos, en términos operativos, inducidos tanto por *cambios internos*, como en el caso de la reforma francesa de 1984, o en el proceso de adaptación británico, que atrás describimos, como, simultáneamente, por la *acción del proceso de integración* y, en términos puramente jurídicos, del mandato de la Segunda Directiva Bancaria de la Comunidad Europea. A la vez, vemos como se hacen más claras y exigentes las reglas sobre consolidación y se facilita el paso hacia una verdadera supervisión integrada mediante los avances en materia de armonización regulatoria y fijación de reglas claras en materia de competencia supervisora y de control.

En los Estados Unidos, por su parte, vemos a los distintos intermediarios tratando de abrirse nuevos espacios, desde los puntos de vista geográfico y operativo, pero igualmente es clara la necesidad de simplificar el esquema y de tratar de hacer más claras y homogéneas las reglas de juego, como una reacción frente al proceso de crisis del cual apenas comienza a salirse, y sin que debamos perder de vista el papel crítico que la recuperación global del aparato económico estadounidense deberá jugar en todo este proceso.

Mientras tanto, en nuestra región, observamos que el proceso de cambio se ha desarrollado siguiendo algunos principios básicos similares, entre ellos la ampliación del campo de acción bancaria y el fortalecimiento de las actividades de supervisión y control; pero a través del uso de esquemas jurídicos no siempre idénticos. Dentro de este orden de ideas llama la atención el intento que se hace en México de regular formalmente los grupos financieros y de ampliar las consecuencias de su reconocimiento incluso al tema de responsabilidad extendida, a través del mecanismo de los convenios que atrás comentamos. En otros países, hemos visto que no se regulan los grupos sino desde el punto de vista de las inversiones permitidas al banco matriz, y se trata de asumir una posición intermedia al responder al dilema de economías de escala frente a la posibilidad de ejercer un control más efectivo, y así se llega al régimen de las filiales, como en los casos de Chile y Colombia, o a regímenes mixtos (filiales o departamentos) como en el caso del Perú, o se utiliza este último expediente (departamentos separados) como ocurre en otros de los procesos actualmente en curso en la región.

Lo cierto es que, bajo uno u otro esquema, abandonan los países de la región, cada vez en mayor medida, la especialización, pero, a medida que se avanza hacia una mayor cercanía a los mercados de capitales, se palpa la preocupación por poder mantener esquemas de control eficientes, pues no debemos olvidar que los aparatos de supervisión de la región están también enfrentando procesos acelerados de renovación, y aquí una de las mejores lecciones que podríamos tomar del esquema de la CE es la conveniencia de una regulación, si no idéntica,

al menos armónica, y parece claro que el campo donde resulta más conveniente la armonización es el de la regulación prudencial.

En suma, dejamos expuestos los rasgos básicos de sistemas que nos parecen de particular interés para la región, y los presentamos junto con las anteriores notas, con el propósito de que sean un aporte al proceso de examen de nuestro sistema financiero y a las reflexiones acerca de cual ha de ser el camino a tomar para consolidar los cambios que se van haciendo y obtener de ellos los máximos beneficios.

# Comentario

Juan Camilo Restrepo\*

**E**l trabajo del doctor Aguirre constituye una excelente síntesis de los perfiles generales que exhiben actualmente las principales legislaciones del mundo en materia financiera.

Quiero referirme concreta y brevemente a dos reflexiones que surgen de la lectura de este trabajo.

La primera es que no es cierto que las legislaciones más modernas se estén orientando definitivamente hacia la multibanca. Existen naturalmente rasgos en muchas de las legislaciones reseñadas por el doctor Aguirre que buscan regular el conjunto de los grupos financieros y homologar los sistemas de control y vigilancia para los diversos servicios financieros. Pero no puede afirmarse, después de leer la ponencia del doctor Aguirre, que el mundo se esté orientando inexorablemente hacia la multibanca. Más aún al revisar las diversas legislaciones reseñadas en esta ponencia, puede concluirse que el sistema organizado en Colombia a partir de la Ley 45 de 1990, o sea el de matrices con filiales especializadas, es bastante actual y no habría necesidad de estar pensando en cambiarlo a la luz de la legislación comparada.

La segunda reflexión que quisiera hacer en torno a la ponencia del doctor Aguirre se refiere a la necesidad de devolverle un mínimo de estabilidad a nuestra legislación financiera. No resulta conveniente estar cambiando las leyes fundamentales que rigen la actividad financiera tan a menudo como lo hemos venido haciendo en Colombia últimamente.

El sistema financiero colombiano ha experimentado tres reformas sustanciales en los últimos tres años. Primero fue la Ley 45 de 1990. Después, la Ley 35 de 1993 y luego, en desarrollo de esta última ley, el Decreto 663 de abril 2 de 1993 que constituye el actual estatuto orgánico del sistema financiero.

---

\* Ex-Ministro de Minas y Energía. Presidente Fedeleasing.

---

Ha llegado el momento de retornar a la estabilidad jurídica. No son convenientes ni para el país en su conjunto, ni para el sistema financiero, en particular, cambios tan frecuentes en la organización jurídica del sistema financiero.

La filosofía del derecho enseña que: uno de los valores que todo estado de derecho debe preservar es el de la seguridad jurídica. Y seguridad jurídica significa estabilidad, posibilidad de que los ciudadanos se familiaricen con la ley y que esta última se decante normalmente a través del reglamento, de la jurisprudencia y de la doctrina.

Decimos lo anterior porque se empiezan a oír voces en el país que reclaman una nueva reforma financiera. Esto sería una insensatez, cuando ni siquiera la Ley 35 de 1993 ha sido aún completamente reglamentada ni mucho menos asimilada.

Sería por ejemplo antitécnico e inconsecuente que la actividad de leasing - que la Ley 35 de 1993 asignó con carácter exclusivo a las compañías de financiamiento comercial - se hiciera extensiva a otro tipo de intermediarios. Esto contrariaría el espíritu de la ley que quiso hacer del leasing, como en efecto lo es, una actividad altamente especializada.

A partir de la ley 45 de 1990 se ha organizado en el país un sistema de matrices financieras con filiales especializadas. Debemos persistir en este esquema y darle la oportunidad de adaptarse y refinarse, en vez de cambiarlo bruscamente por otro diferente, cuando el primero además de estar funcionando relativamente bien apenas lleva escasos tres años de funcionamiento. No podemos seguir manejando la legalización financiera a golpes de bandazos.

# LA EVOLUCION ECONOMICA RECIENTE: DOS INTERPRETACIONES ALTERNATIVAS

Carlos Esteban Posada\*

## INTRODUCCION

**E**n la actualidad (octubre de 1993) los economistas colombianos pueden estar perplejos. Las cifras de 1991-93 resultan sorprendentes a primera vista: la inflación de los últimos tres años ha sido declinante; la actividad económica muestra el crecimiento más intenso desde 1990, aunque algunas ramas de la actividad agropecuaria e industrial se encuentran estancadas; el monto del dinero, en términos nominales y reales, tuvo una notable aceleración en 1991 y 1992 y, aún hoy, crece de manera rápida; la velocidad de crecimiento de las exportaciones se ha reducido desde 1992; la inversión extranjera directa, las importaciones y las entradas de capital financiero se han acrecentado de manera inusual y la tasa de interés ha caído desde finales de 1991.

En lo que sigue se expondrán dos interpretaciones alternativas de la evolución reciente. Para ello se utilizará un esquema macroeconómico convencional que exige, por tanto, simplificaciones drásticas de la realidad y se guía por preocupaciones de política macroeconómica. Algunas conclusiones se presentan al final.

---

\*Jefe de la Unidad de Análisis Macroeconómico del Departamento Nacional de Planeación. Se agradecen las ayudas y comentarios de Alejandro Gaviria, Armando Montenegro, Edgar Trujillo, José Darío Uribe, Alvaro Zarta y se aclara que todas las opiniones son de exclusiva responsabilidad del autor.

## DOS INTERPRETACIONES ALTERNATIVAS

Los diagramas 1 (1-A y 1-B) y 2 representan dos situaciones alternativas resumidas mediante un conocido esquema teórico de análisis de corto plazo: el denominado IS-LM de economía abierta<sup>1</sup>.

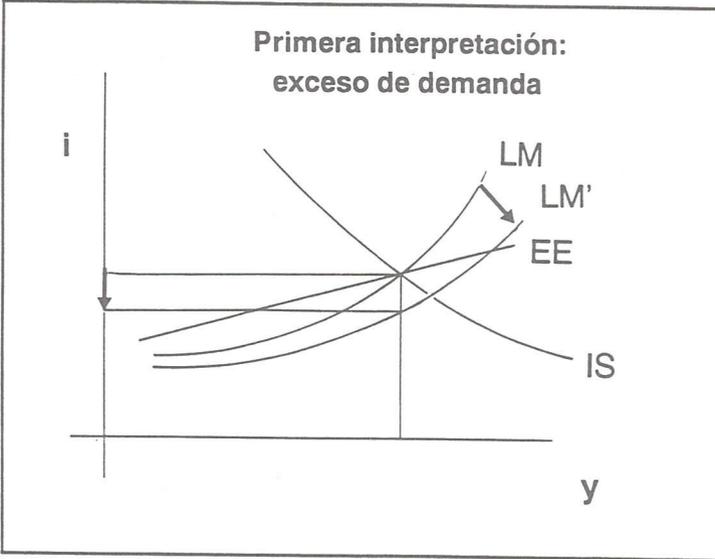


Diagrama 1-A

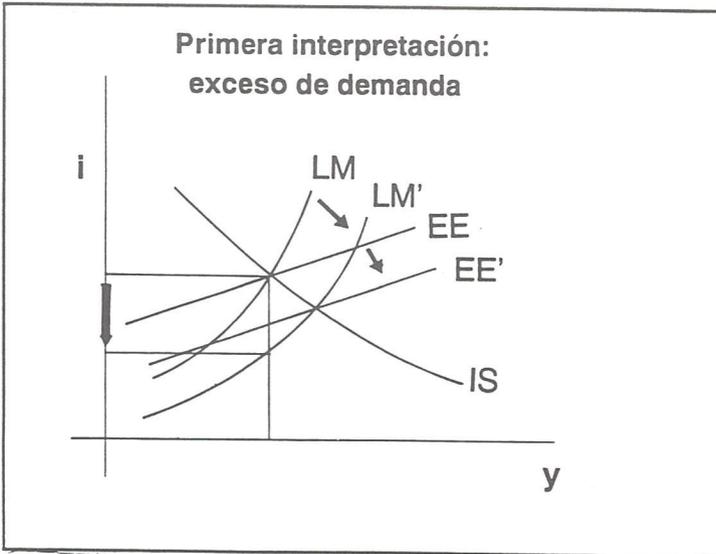


Diagrama 1-B

<sup>1</sup> Este tipo de modelo es denominado Mundell-Fleming. La referencia estándar es Dornbusch (1980, cap. X), aunque hay una presentación más didáctica en manuales recientes de macroeconomía intermedia como el de Shone (1989, cap. 2)

El esquema supone que los mercados de bienes y activos financieros pueden resumirse en tres: bienes, dinero doméstico (supuestamente un sustituto grueso de otros activos financieros internos, éstos últimos sustitutos perfectos entre sí) y "divisas" (activos financieros externos). En el plano  $i - y$  ( $i$ : tasa media de interés nominal interna;  $y$ : nivel de producto real) se representan tres curvas que son los lugares geométricos de las combinaciones  $i - y$  para las cuales están en equilibrio los mercados de bienes (IS), dinero (LM) y divisas (EE), dados los valores de las variables exógenas de este esquema, entre ellas las tasas esperadas y observadas de inflación y devaluación y de interés externa.

Como es sabido, las posiciones y pendientes de las curvas se deducen de varios supuestos y el sistema será de equilibrio estable si se cumplen determinadas hipótesis que se reflejan en las pendientes de las curvas. A fin de hacer experimentos de estática comparativa supondremos que el sistema es estable, lo cual se refleja en las pendientes positivas de las curvas EE y LM y en la pendiente negativa de la IS.

De manera más específica, estamos suponiendo algo usual: un incremento del ingreso real de equilibrio se acompaña de un aumento de la inversión real y, *ceteris paribus*, de una caída de la tasa de interés nominal (pendiente negativa de la curva  $IS^2$ ); pero un incremento del nivel de ingreso real tendría que estar acompañado de un aumento de la tasa de interés nominal para evitar el desequilibrio en el mercado de dinero (pendiente positiva de la curva LM); así mismo, un aumento del ingreso real tiende a generar mayores importaciones y exigiría, por tanto, un aumento compensatorio de la tasa de interés nominal a fin de mantener el equilibrio en el mercado de divisas (pendiente positiva de la curva EE).

Una economía abierta con flujos de capitales perfectamente móviles y tasa de cambio fija tendría una curva LM idéntica a la curva EE y perfectamente paralela al eje  $y$ : la tasa de interés doméstica sería exógena e igual a la externa corregida por la tasa esperada de devaluación. Aquí supondremos alguna "imperfección" en los flujos de capital (por costos, aversión al riesgo, inercia, etc.); por ello las pendientes de las curvas LM y EE son positivas y pueden ser diferentes<sup>3</sup>.

Bajo la primera interpretación (Diagramas 1-A y 1-B), la gran expansión monetaria de 1991-1993 condujo a un exceso ex-ante de liquidez de los agentes privados y, entonces, a caídas de la tasa de interés nominal (la medias entre las activas y las pasivas) desde fines de 1991 (gráficos 1 y 2) y, dada una disminución aparentemente lenta de las expectativas de inflación, a una reducción de la tasa de interés real.

---

2 La relación inversa entre inversión (o entre inversión más consumo) y tasa de interés es condición necesaria pero no suficiente de la pendiente negativa de la curva IS; además de esta condición se requiere que la "propensión marginal a invertir" sea menor que la "propensión marginal a ahorrar".

3 De acuerdo con los hallazgos empíricos de Haque et al. (1990) en los países en desarrollo la curva EE sería casi horizontal (p. 555); por ello suponemos que la pendiente de la curva EE es menor que la de la LM.

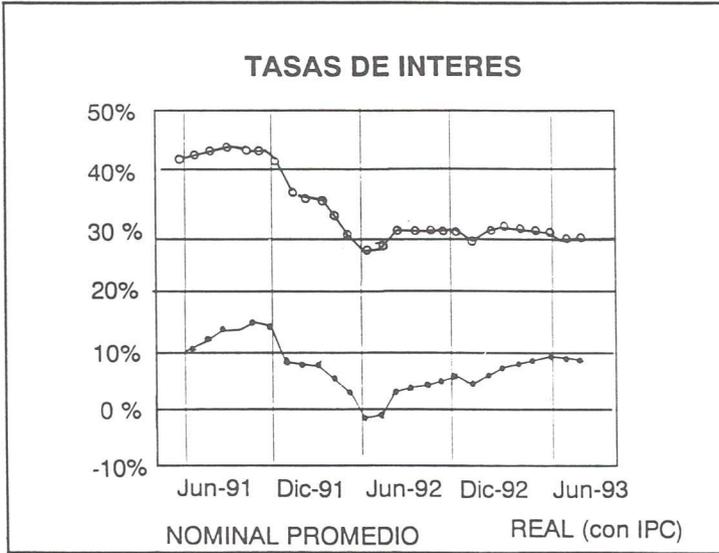


Gráfico 1

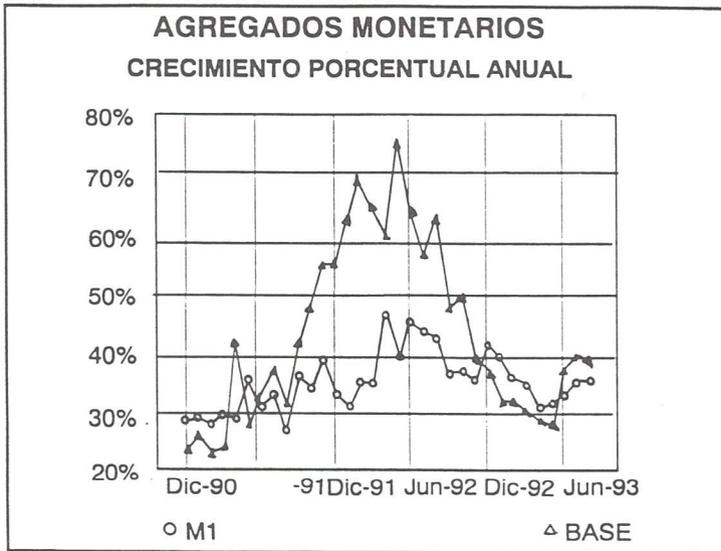


Gráfico 2

El efecto de esta reducción ha sido estimular la demanda de bienes de consumo (durables: automóviles, muebles, etc.), de residencias y la inversión empresarial. Ahora bien, dado un nivel de producto (determinado por factores de oferta<sup>4</sup>) se ha generado un exceso de demanda de bienes y un incremento notable de sus importaciones.

Ante esta situación sería de esperarse un incremento de las tasas futuras de inflación o que se interrumpa el actual proceso de desinflación, salvo una intervención rápida y drástica de las autoridades económicas. Un incremento de la tasa efectiva de inflación podría corregir el desequilibrio (reducir los saldos reales de dinero y las tasas de cambio real) a menos que las autoridades económicas se anticipen mediante la ejecución de un plan de austeridad fiscal (generar un desplazamiento de la IS a la izquierda)<sup>5</sup>, sustanciales ventas de títulos de participación (OMA) y aumentos de las tasas de interés, una revaluación nominal o una desaceleración de la devaluación (bajo un sistema de tasa de cambio exógena).

El efecto de esta última medida puede aclararse así: de acuerdo con la interpretación ilustrada en el Diagrama 1-B el exceso de demanda agregada está asociado a desplazamientos de las curvas LM y EE a la derecha. Con tasas de cambio exógenas, la revaluación nominal (o la desaceleración de la devaluación nominal) tiende a frenar la emisión de dinero; con ésto se desplaza a la izquierda la curva LM. Así mismo, una revaluación real (que tiende a deprimir las exportaciones y aumentar las importaciones) exigiría una mayor tasa de interés para atraer capital que financie esta contracción de la cuenta corriente; por tanto, también desplazaría a la izquierda la curva EE.

La segunda interpretación (Diagrama 2) es la siguiente: Además de expansiones monetarias (desplazamientos de la curva LM a la derecha) se ha presentado una modificación permanente de los parámetros y variables exógenas del sector externo (desplazamientos de la curva EE a la derecha por factores permanentes). En la actualidad el equilibrio externo exige una tasa de interés doméstica inferior a la de los años ochenta en vista de los menores aranceles, la menor tasa externa de interés, la menor tasa esperada de devaluación del peso y la mayor libertad para el movimiento de capitales<sup>6</sup>. Todos estos factores han pesado más que la desaceleración actual de las exportaciones, juzgada por los agentes económicos, supuestamente, como transitoria.

4 Aunque el origen del modelo IS-ML es Keynesiano resiste un uso clásico, como en esta interpretación (véase, por ejemplo, Barro 1990, cap.8). En Haque et al. (1990) se presenta un modelo macroeconómico para países en desarrollo que es, esencialmente, un modelo IS-LM-EE de corte clásico, es decir, con niveles de producción restringidos por el lado de la oferta, es decir, con una función de producción e hipótesis de pleno empleo.

5 La política de austeridad fiscal tiene dos problemas al respecto: a. las resistencias políticas que afronta y b. las demoras entre su diseño y su ejecución. Adicionalmente, si se basa en restringir el déficit público mediante la elevación de impuestos puede ser impotente para restringir el consumo compensatoria en la medida en que algún tipo de contribuyentes hubiese restringido con anticipación su nivel de consumo teniendo en cuenta que el déficit público presente equivale a un futuro aumento de impuestos (La hipótesis de "equivalencia ricardiana": Barro 1990, cap. 9; para su pertinencia en el caso colombiano, Véase Carrasquilla y Rincón 1990) ó por alguna razón adicional que implique que los mayores impuestos (y el ahorro público adicional) se traduzcan sólo en menor ahorro privado sin ningún freno al consumo privado. En tales casos la curva IS no se desplazaría a la izquierda.

6 La mayor libertad de movimiento de capitales también reduce la pendiente de la curva EE.

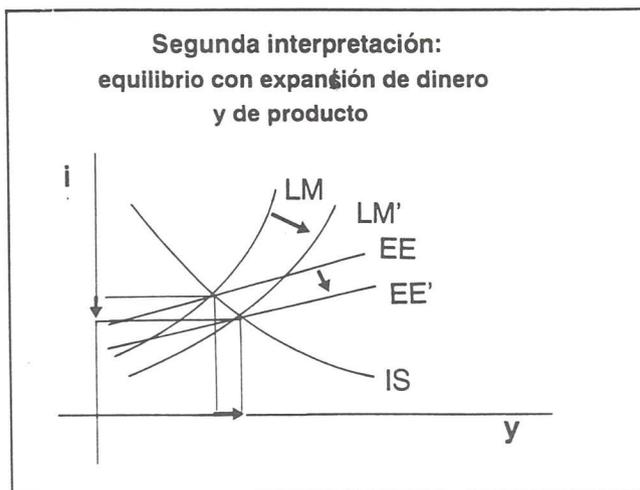


Diagrama 2

Adicionalmente, el producto ha crecido tanto por factores de demanda y financieros como por factores de oferta. Entre éstos últimos se destacan los menores aranceles y mayores facilidades para la importación de materias primas y bienes de capital, mayor flexibilidad en el manejo de personal y en la contratación salarial, etc. Frente a la situación de hace 3 años, el producto actual parece encaminarse a su nivel de equilibrio de largo plazo<sup>7</sup>. La situación reciente, en consecuencia, podría caracterizarse como de equilibrio o de casi equilibrio macroeconómico y, entonces, no debería esperarse un incremento de la tasa de inflación en el futuro inmediato.

La interpretación 2, a diferencia de la 1, incluye el elemento keynesiano de respuesta del producto en el corto plazo ante impactos de demanda y financieros<sup>8</sup>. En particular, estamos suponiendo que: a. en el corto plazo el gasto público ha podido tener efectos reales si los precios y salarios han sido relativamente rígidos y si hubo inicialmente desempleo macroeconómico<sup>9</sup>; b. desde 1991 la política monetaria (inicialmente la restrictiva y después la expansiva) ha tenido un efecto liquidez más importante que el efecto expectativas de inflación, así que ha logrado incidir sobre la tasa de interés real<sup>10</sup>.

7 En un trabajo reciente (Posada 1993) se considera el producto de equilibrio de largo plazo como dependiente (bajo una función Cobb-Douglas) del trabajo y del capital. El resultado de la estimación (no lineal) de esta función implica que la brecha entre el producto potencial y el efectivo se redujo en 1992 (como se muestra en el gráfico 11 de ese trabajo). Si en 1993 la tasa de crecimiento del producto resulta mayor que la de 1992, como probablemente suceda, se tendría posiblemente un acercamiento adicional al nivel de equilibrio de largo plazo.

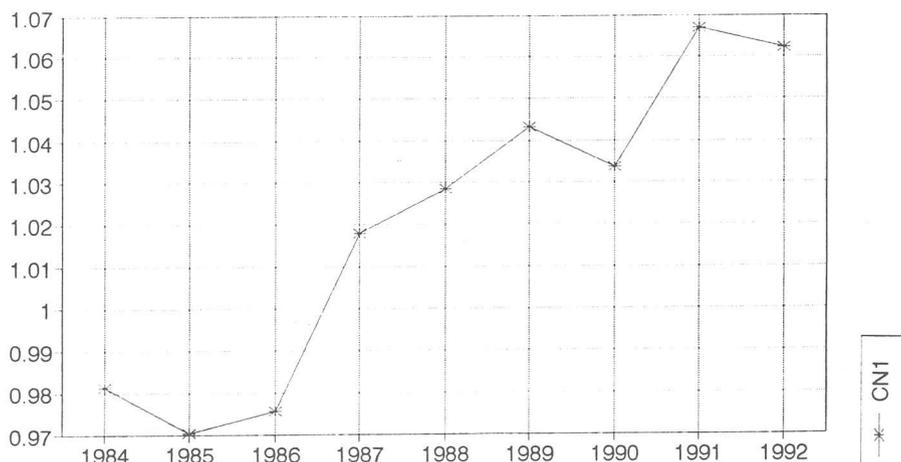
8 El modelo ya citado de Haque et al. presenta resultado econométricos endebles (como lo reconocen sus autores) al intentar someter a prueba la hipótesis de que está restringido continuamente por el lado de la oferta (por una función de producción neoclásica y pleno empleo).

9 Como es sabido, la rigidez de salarios y precios es condición suficiente para las respuestas keynesianas, pero no necesaria; bajo ciertas condiciones, la flexibilidad de éstos podría permitir que un impacto inesperado de demanda genere alguna reacción transitoria en el nivel global de producción (Blanchard y Fischer 1989, cap. 10, pp. 546 y ss).

10 El predominio del efecto liquidez sobre el de expectativas de inflación en el corto plazo ha sido corroborado para Estados Unidos y Colombia en dos trabajos econométricos recientes (Christiano y Eichenbaum 1992 y Misas et al. 1992, respectivamente).

En favor de la segunda interpretación puede anotarse que los principales indicadores del mercado laboral sugieren un comportamiento inducido principalmente por el lado de la demanda, al menos desde junio de 1990. En efecto, desde entonces la tasa de desempleo abierto en el conjunto de las siete principales ciudades del país, según la encuesta nacional de hogares del DANE, ha sido mayor, salvo quizás en septiembre del presente año, a la tasa "natural" de desempleo<sup>11</sup>, en tanto que el salario real medio se ha mostrado estable hasta fines de 1992 a pesar de altos ritmos de crecimiento del empleo (Gráficos 3 y 4<sup>12</sup>).

## Coeficiente de empleo (índice empleo/índice PET)



No obstante, esta segunda interpretación podría levantar la siguiente objeción: el supuesto equilibrio es precario; tasas de expansión monetaria como las previstas para todo 1993 (entre 29% y 33%) pueden resultar excesivamente grandes e incompatibles con los objetivos de inflación (22% en 1993 y 19% en 1994) y de crecimiento del producto real (4.5% en 1993 y entre 4.5% y 5% en 1994) si la tasa de inflación esperada por los agentes privados tuviese algún incremento. Esto en vista de que los crecimientos monetarios de 1991 y 1992 y el observado hasta fin de agosto de 1993 han sido tan grandes (32.8% y 41.3% y 38.2%, respectivamente, para M1: Gráfico 2) que los agentes privados deben tener ya un nivel de activos financieros relativamente voluminoso.

En efecto, esa "nube financiera en el horizonte" podría desatar una caída de la demanda relativa por dinero y generar un nuevo desplazamiento a la derecha

11 A juicio de algunos expertos, la tasa natural de desempleo (desempleo "estructural" o no macroeconómico) en Colombia estaría en 8% (López 1993, gráfico 5).

12 Las cifras de los gráficos 3 y 4 provienen de estimaciones extraoficiales del DNP de empleo y población en edad laboral (Barrios et al.); la de salario real de gráfico 3 es el cociente resultante de la cifra de remuneración real a los asalariados (de Cuentas Nacionales) sobre el indicador de empleo total de la estimación del DNP. El comportamiento del salario real así estimado es similar al comportamiento de salario medio (promedio para todas las ramas) de la encuesta nacional de hogares (siete ciudades, junio) desde 1989 y deflactado por el índice de precios al consumidor, total nacional.

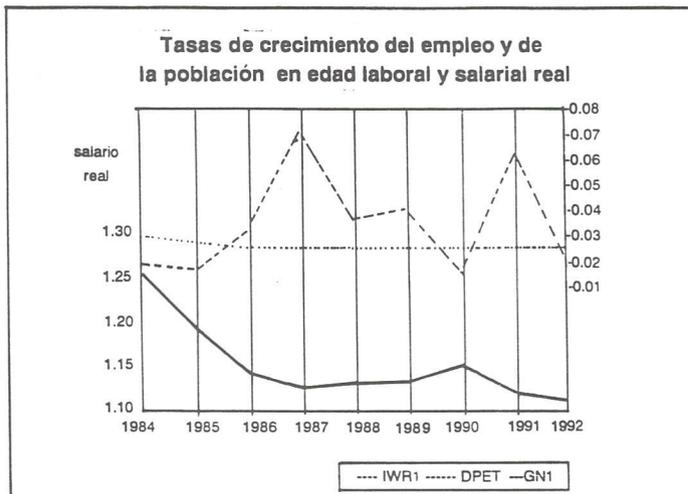


Gráfico 4

de la curva LM tan pronto como se eleve la tasa esperada de inflación. La próxima vez que ello ocurra el producto podría no crecer paralela y proporcionalmente, así que resurgiría una presión inflacionaria.

Por fortuna dicha amenaza parece atenuarse en consideración al hecho de que buena parte de la actual tasa de expansión monetaria puede considerarse transitoria (y debería confiarse en que los agentes privados la pueden interpretar correctamente si se les ofrece información oportuna y adecuada), ya que ha estado asociada a la redención de títulos del Banco de la República (de participación y certificados de cambio), emitidos en magnitudes y proporciones inusualmente altas en 1991, y a una reducción de los pasivos netos del Banco de la República a favor de la Tesorería de la Nación<sup>13</sup>. La suma actual de títulos de participación y certificados de cambio (el stock de "OMA" en un sentido amplio) ha pasado de un nivel equivalente a 125% de M0 (la base monetaria) en febrero de 1992 a 80% en agosto de 1993 (gráfico 5), en tanto que puede preverse que los pasivos del Emisor a favor de la Tesorería dejarán de ser un factor importante de perturbación monetaria desde fines de este año<sup>14</sup> (Gráfico 6).

Así, es sensato prever tasas de expansión monetaria (de M0 y M1) del orden de 26% para 1994, lo cual le quita fuerza a una expectativa de inflación significativamente superior a la meta gubernamental (19% para el próximo año).

13 Puede estimarse en 1/3 aproximadamente la parte transitoria del crecimiento de M0 entre principios de septiembre de 1992 y principios del mismo mes de 1993 atribuible a la Tesorería, si se tiene en cuenta que del crecimiento total de M0 en ese lapso (44 puntos) 17 puntos se explican por la reducción de las disponibilidades de la Tesorería en el Banco de la República. Además, la caída de la relación entre el saldo de OMA y M0 implica que el crecimiento monetario futuro asociado a pagos de intereses y rendiciones del stock actual de OMA será declinante.

14 Claro está que esto supone una cierta restricción al endeudamiento externo desde ya, pues, de lo contrario, puede volverse al proceso de monetización de las divisas traídas por la Tesorería, lo cual haría permanente parte de lo que ahora es transitorio.

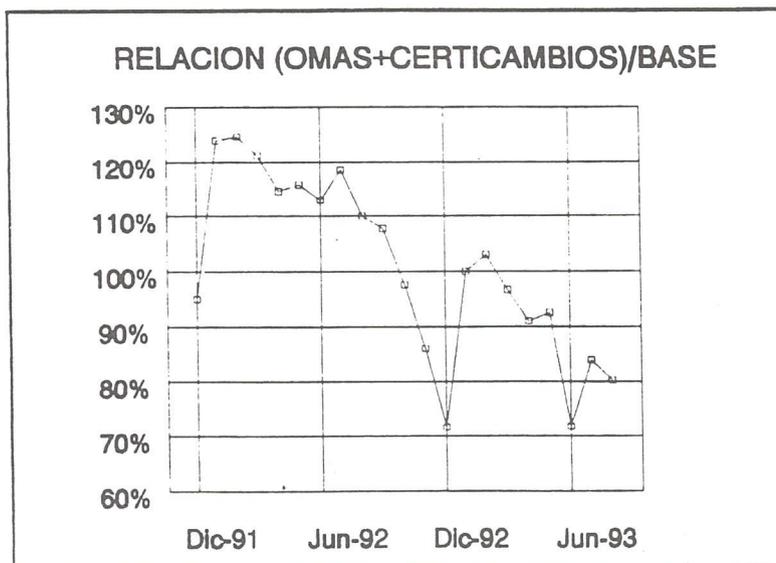


Gráfico 5

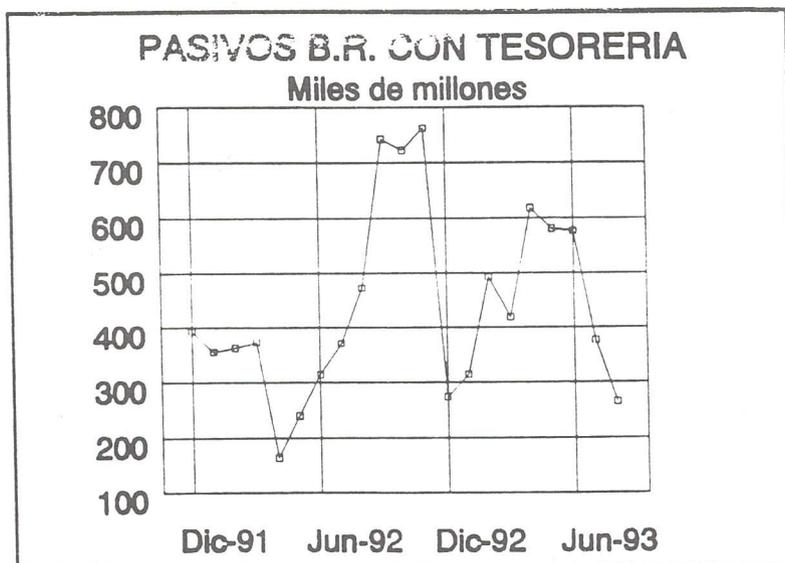


Gráfico 6

¿Cómo juzgar la pertinencia relativa de estas dos interpretaciones?<sup>15</sup>; no es fácil responder a esto si se quiere evitar el excesivo optimismo y la imprudencia en materia de política económica. Con todo, hay que anotar algunos elementos favorables a la interpretación resumida en el Diagrama 2.

En primer lugar, el crecimiento del producto real ha sido relativamente importante desde 1992 (3.5% en 1992 y se puede estimar en 4.5% para 1993), pero no podría decirse que sólo ha respondido a excesos monetarios; antes se mencionaron algunos otros factores.

En segundo lugar, la reducción de la tasa de interés doméstica que se ha observado desde septiembre de 1991 no puede explicarse como un simple resultado de un aumento artificial de la oferta monetaria; más bien podría explicarse por:

- a. El abandono de la política de restringir los efectos monetarios de la entrada al país de capital privado atraído por tasas internas de interés excesivamente altas<sup>16</sup>, en tanto que se reducía la tasa esperada de devaluación y la tasa externa de interés<sup>17</sup>.
- b. El excesivo superávit comercial de 1991, causado por las tasas reales de cambio anormalmente altas y bajo crecimiento económico<sup>18</sup>.
- c. La entrada de capital para los sectores público y privado, incluyendo la inversión extranjera directa<sup>19</sup>.

Lo que se quiere decir en el párrafo anterior es simple: la gran expansión monetaria (el desplazamiento a la derecha de la curva LM) ha sido, en buena medida, resultado del desplazamiento a la derecha de la curva de equilibrio externo (EE), dado nuestro sistema de tasa de cambio casi fija, y de que el país tuvo que renunciar al expediente (necesariamente transitorio) de contener un creciente caudal monetario con una muralla de OMA a fin de aligerar el inmenso costo público (cuasi-fiscal y fiscal) que se generaba con ésto.

15 Nótese que no hemos desplazado la curva IS bajo ninguna de las interpretaciones a fin de hacer más fácil la comparación entre ellas.

16 Las entradas subrepticias y especulativas de capital aparentemente fueron muy altas en 1991 a juzgar por las cifras de rubro "Transferencias netas" de la balanza de pagos: US \$ 1700 millones, cifra récord. Sobre la positiva respuesta de los flujos de capital al diferencial de tasas de interés, véase: Langebaek (1993).

17 En particular, la política de desacelerar la tasa observada de devaluación puede ser bastante eficiente, en condiciones como las 1991-93, para reducir la tasa esperada de devaluación y, entonces, contribuir al desplazamiento de la curva EE a la derecha. Si, como resultado de ésto, la tasa de interés nominal cae más que la tasa esperada de la inflación, se produce una disminución de la tasa de interés real ex-ante y un auge de actividad económica. Este tipo de auges en diferentes economías en desarrollo se ha estado examinando recientemente (Kiguel y Liviatan 1990).

18 En 1991 el superávit de la balanza comercial alcanzó una cifra récord: US \$ 2960 millones, superior en 50% al de 1990 y en 140% de 1992. El índice de la tasa de cambio real media de 1990 (que tuvo, sin duda, influencia parcial sobre el superávit comercial de 1991) fue 11.5 (el nivel máximo alcanzado), el de 1991 108.53 y el de 1992 102.8. La tasa de crecimiento del PIB real de 1991 fue sólo 2.1%, en tanto que la de 1992 fue 3.55%.

19 El flujo neto de capital (no subrepticio) registrado en balanza de pagos pasó de US \$ -782.1 millones en 1991 a US \$ 342.3 millones en 1992.

## CONCLUSIONES

La primera conclusión es obvia: no parece necesario intentar, ahora, una política monetaria más restrictiva que la ya diseñada y actualmente en ejecución; al respecto lo importante es que las autoridades contribuyan al retorno gradual, en buena medida endógeno, de la tasa de expansión monetaria a niveles casi similares a los del crecimiento del PIB nominal, dejando un margen de aumento de la liquidez real adecuado a los procesos de reducción adicional de algunas tasas de interés y de consecuente "profundización financiera". Algo adicional y bien importante en materia monetaria es ofrecer mayor información a los agentes privados sobre las causas de la expansión monetaria reciente, sus elementos transitorios y su rumbo futuro más probable.

La segunda conclusión: no conviene solucionar ningún problema macroeconómico actual intentando modificar ahora la tasa de cambio real más allá de lo que debe preverse por el mayor ingreso de divisas asociado a la explotación de Cusiana<sup>20</sup>.

Un factor que tiene un interés específico para evaluar esta última conclusión es la resistencia eventual de la tasa esperada de inflación a bajar a pesar de la caída de la tasa observada de devaluación. En tales circunstancias debería esperarse una revaluación real (no programada) del peso que genere un deterioro de la balanza comercial. Pero de aquí no puede deducirse que lo correcto ahora es acelerar la tasa de devaluación nominal. Sólo puede deducirse que un programa de estabilización exitoso no puede tener como única "ancla" del nivel de precios la tasa de cambio y que son necesarios, en consecuencia, otros elementos de una política anti-inflacionaria exitosa, entre ellos el componente fiscal<sup>21</sup>.

---

20 El simple impacto de Cusiana ameritaría una revaluación real anual (entre 1994 y el 2000) de sólo 1% (DNP 1993).

21 Sobre las experiencias chilenas y mexicana al respecto, Véase: Edwards (1992) y Mesa (1993). Edwards (1992) revisa, además, otras experiencias y sugiere que una política adicional de ingresos, complementaria a los fiscales y de tasa de cambio "ancla", puede minimizar el riesgo de que la inevitable revaluación real transitoria (propia de la política cambiaria anti-inflacionaria) se vuelva permanente, gracias a su supuesta influencia directa sobre las expectativas de inflación. Acerca de la importancia empírica directa que puede tener el gasto público en la determinación de la inflación en la economía colombiana, a juzgar por la experiencia del país (al menos en el periodo 1956-1991), Véase: Suescún (1992).

## BIBLIOGRAFIA

Barrios, Adriana, Marta Luz Henao, Carlos Esteban Posada, Fanny Mercedes Valderrama y Diego Mauricio Vásquez; "Empleo y capital en Colombia: nuevas estimaciones (1950-1992)"; *Archivos de Macroeconomía* (DNP); No. 15, septiembre, 1993.

Barro, Robert; *Macroeconomic policy* (cap. 8: "Interest-Rate Targeting"; cap. 9: "The Ricardian Approach to Budget Deficits"); Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 1990.

Blanchard, Olivier Jean y Stanley Fischer; *Lectures on macroeconomics* (cap. 10: "Some Useful Models"); MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1989.

Carrasquilla, Alberto y Hernán Rincón; "Relaciones entre déficit público y ahorro privado: aproximaciones al caso colombiano"; *Ensayos sobre Política Económica*; No. 18, diciembre, 1990.

Christiano, Lawrence y Martin Eichenbaum; "Identification and the Liquidity Effect of a Monetary Policy Shock"; cap. 12 de *Political Economy, Growth and the Business Cycle*; A. Cukierman, Z. Hercowitz y L. Leiderman (editores); MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1992.

Departamento Nacional de Planeación (DNP); "El petróleo de Cusiana, las perspectivas y la política económica"; ponencia presentada en el seminario *Cusiana y la economía colombiana en los años noventa*; 7 y 8 de julio, Bogotá, 1993.

Dornbusch, Rudiger; *La macroeconomía de una economía abierta* (cap. X: "La política de estabilización con tipos de cambio fijos y movilidad de capital"); Antoni Bosch, Barcelona, 1981. (Edición original: 1980).

Edwards, Sebastián; "La tasa de cambio como ancla nominal"; *Ensayos sobre Política Económica*; No. 22, diciembre, 1992.

Haque, Nadeem, Kajal Lahiri y Peter Montiel; "A Macroeconometric Model for Developing Countries"; *IMF Staff Papers*, Vol. 37, No. 3, septiembre, 1990.

Kiguel, Miguel y Nissan Liviatan; "The Business Cycle Associated with Exchange-Rate-Based Stabilization"; *Working Papers*, The World Bank, 1990.

Langebaek, Andrés; "Diferencial de tasas de interés y flujos de capital en Colombia: 1980-1993"; *Archivos de Macroeconomía* (DNP), No. 14, agosto, 1993.

López, Hugo; "Contexto macroeconómico, mercado laboral urbano y retos futuros para una política de empleo" (mimeo.); CIE, Universidad de Antioquia, 1993.

Mesa, Fernando; "Crecimiento económico y apertura en Chile y México y perspectivas para Colombia"; *Archivos de Macroeconomía* (DNP), No. 17, septiembre, 1993.

Misas, Martha, Hugo Oliveros y Roberto Steiner; "Inflación y tasas de interés en Colombia"; *Ensayos sobre Política Económica*; No. 22, diciembre, 1992.

Posada, Carlos Esteban; "Productividad, crecimiento y ciclos en la economía colombiana (1967-1992)"; *Archivos de Macroeconomía* (DNP), No. 16, septiembre, 1993.

Shone, Ronald; *Open Economy Macroeconomics* (cap. 2: "The Static Model"); Simon & Schuster International, Cambridge (Inglaterra), 1989.

Suescún, Rodrigo; "Inflación y devaluación como un fenómeno fiscal: la financiación óptima del gobierno a través de la tributación, el señoreaje y las utilidades por compraventa de divisas"; *Ensayos sobre Política Económica*; No. 22, diciembre, 1992.

# EL PAPEL DEL GASTO PUBLICO Y SU FINANCIACION EN LA COYUNTURA ACTUAL: ALGUNAS IMPLICACIONES COMPLEMENTARIAS

Alvaro Zarta\*

## INTRODUCCION

La tasa de crecimiento del gasto público al término del período enero-julio de 1993 era 39.1%, considerando los pagos totales, en tanto que los gastos de funcionamiento crecieron a una tasa del 47.2%<sup>1</sup> (Véase Cuadro 1). La variación anual de los ingresos corrientes para el mismo período era 43.3%, por lo que el déficit operacional para el período en referencia comenzaba a situarse en \$ 48.374 millones (Véase Cuadro 2)<sup>2</sup>.

De acuerdo con la tradición de manejo macroeconómico responsable imperante en nuestro país, se puede esperar razonablemente que la tasa de crecimiento del gasto público total se controle hasta el punto en que se moderen sus efectos inflacionarios y su tendencia a revaluar la tasa de cambio real<sup>3</sup> pues,

---

\* Jefe de la división de Estudios Especiales de la Unidad de Análisis Macroeconómico del DNP. Las opiniones presentadas son de la exclusiva responsabilidad del autor y no comprometen a la Institución. Este Trabajo se inspiró en la lectura del documento de Carlos Esteban Posada (1993): "La evolución económica reciente: Dos interpretaciones alternativas", al cual debe su origen, y a quien agradece su consejo y ayuda. Tengo que agradecer también muy especialmente a Alberto Carrasquilla B., Gerente Técnico del Banco de la República, por sus comentarios a la versión presentada en el 1er. Taller de ASOBANCARIA (Nov. 17 y 18 de 1993), con los cuales el documento ganó mucho en la parte demostrativa de los argumentos propuestos. Obviamente los errores que subsistan siguen siendo del autor.

1 Variaciones anuales, según datos de la Contraloría General de la República, en adelante CGR, Informe Financiero, Avance Estadístico, julio 1993.

2 Adicionalmente, hasta julio sólo se habían ejecutado gastos que representan el 43% del presupuesto total, quedando por realizar 57% en cinco meses.

3 Dos trabajos recientes de Suescún (1992) y de Carrasquilla (1993) han demostrado que un aumento del gasto público está asociado positivamente con la inflación, a la vez que tiende a revaluar la tasa de cambio real. Un argumento más fuerte y de mayores implicaciones es el de Langebaek (agosto 1993) que considera que la entrada de capitales refleja un problema de exceso de gasto sobre las disponibilidades de ahorro de un país, que busca ser financiado.

INGRESOS BRUTOS DEL GOBIERNO NACIONAL CENTRAL Ejecución Enero - Julio (Millones de Pesos)			
Conceptos	1992	1993	%
I. Ingresos Corrientes	2263.9	3121.7	37.9
A. Tributarios	2207.4	3007.2	36.2
1. Actividad económica interna	1854.1	2244.9	21.1
Renta y complementarios 2/	1114.1	1262.8	13.3
IVA sobre bienes internos	580.5	776.5	38.5
Impuesto a la gasolina y ACPM	146.9	182.5	24.2
Timbre nacional	27.4	10.6	-81.1
Timbre salidas al exterior	1.8	10.8	486.4
5% pasajes aéreos y otros 3/	3.4	1.6	-52.9
2. Actividad económica externa	353.4	762.3	115.7
Aduanas y recargos	125.7	316.8	152.0
IVA sobre bienes importados	195.4	445.5	128.0
CIF a las importaciones	32.2	0.0	-100.0
B. No tributarios	55.3	114.4	107.0
Tasas, multas y contribuciones	8.2	62.7	668.7
Renta contractual, producto y participación	47.1	51.7	9.8
C. Otros 4/	1.2	0.0	-99.3

1/no se descuentan los ingresos recibidos en papeles de renta ni las devoluciones.

2/incorpora ingreso a la renta, remesas, ganancias ocasionales. El impuesto al patrimonio se elimina a partir del año gravable de 1992.

3/1992 incluye el impuesto a tarifas hoteleras.

4/en 1992 se incorporan el impuesto al cine y contribuciones para el plan energético.

de lo contrario, los equilibrios macroeconómicos básicos se verían alterados y con ellos la credibilidad de la política económica. Una prueba de esto ha sido lo acontecido con las decisiones tomadas por el gobierno hacia comienzos de noviembre, de comprometerse a alcanzar un déficit del sector público consolidado para 1993 no superior al 0.6% del PIB.

Se observa para el presente año (al igual de lo acontecido en el anterior) que factores suficientemente importantes relacionados con la transformación estructural en curso han conducido a inducir un cambio en el gasto público<sup>4</sup>. Esto ampliaría la interpretación de la coyuntura actual<sup>5</sup>, utilizando un diagrama como el que se muestra más adelante, el cual permite ilustrar el papel del gasto público en la presente coyuntura y su relación con los mercados de dinero y moneda extranjera.

4 Merefiero a factores relacionados con el gasto en defensa y justicia, que se volvieron prioritarios para avanzar institucionalmente, así como las áreas estratégicas seleccionadas por el actual plan de desarrollo "La Revolución Pacífica" a saber: la ampliación de capital humano, la construcción de infraestructura física, el fortalecimiento de la capacidad científica y tecnológica y la estrategia ambiental.

5 En relación con la que hace posada (octubre 1993), presentado es este mismo seminario.

Cuadro 2

OPERACIONES EFECTIVAS DEL GOBIERNO CENTRAL <sup>1</sup> Enero - Julio (Millones de Pesos)			
Concepto	1992	1993	%
I. TOTAL INGRESOS CORRIENTES NETOS	2139.5	3066.1	43.3
A. Ingresos tributarios	1958.5	2750.0	40.4
B. Ingresos no tributarios	181.1	316.2	74.6
II. PAGOS TOTALES	2107.1	2931.6	39.1
A. Funcionamiento	1495.2	2201.0	47.2
B. Intereses	204.5	234.5	14.7
C. De capital	333.1	496.0	48.9
D. Pérdidas CEC /2	74.4	0.0	
III. PRESTAMO NETO	106.5	182.9	71.7
A. Concesión -Pago créditos-	223.4	225.5	0.9
B. Recuperación cartera (Tesoral)	116.9	42.6	-63.6
IV. DEFICIT O SUPERAVIT	-74.1	-48.4	-34.7
V. FINANCIAMIENTO O UTILIZ. DEL SUPERAVIT	74.1	48.4	-34.7
A. Crédito externo neto.	-384.6	69.9	-118.2
B. Crédito interno neto.	-241.5	-0.1	-100.0

1/ Cifras revisadas para 1992 y provisionales para 1993.

2/ La CEC se liquida a partir de 1993 (art.60mley 31/92 y dcto.234/93).

Fuente: Contraloría General de la República, Informe Financiero, Avance Estadístico.

De otra parte, el análisis de la financiación del gasto público en la coyuntura actual debe tomar en cuenta tanto la política tributaria en curso como la política de endeudamiento del sector público, dado que ambas fuentes de financiación del gasto han adquirido desarrollos importantes para el análisis macroeconómico de éste<sup>6</sup>.

El presente ensayo busca, entonces, analizar y colocar en un contexto adecuado el comportamiento y reorientación del gasto público en la actual coyuntura, así como la política financiera del mismo, tanto en lo relativo a la política tributaria en curso como a las propias características del financiamiento interno reciente.

6 Para una consideración acerca de si la contrapartida de los mayores recursos disponibles en el mercado de capitales es una decisión de ahorro por parte del sector privado o una decisión atinente a la composición de su portafolio global, véase Carrasquilla (1993).

## COMPORTAMIENTO Y REORIENTACION DEL GASTO PUBLICO EN EL PERIODO RECIENTE (1992 - 1993)

El comportamiento del gasto público en el presente año ha estado dominado tanto por la dinámica que traía del pasado<sup>7</sup>, que se ha sostenido y aumentado moderadamente en el presente y probablemente se extienda hacia 1994, como por los costos involucrados para acelerar la transición de la apertura y suavizar el ajuste al sector privado<sup>8</sup>.

En los Gráficos 1 y 2 se tiene la relación gasto público a PIB para el período 1980-1994, encontrándose en el gráfico 1 tanto los valores observados como la suavización de la serie con un promedio móvil de orden 3, que permite visualizar el cambio de tendencia ocurrido en el período 1991-1994 en relación con el período 1980-1990, por lo menos en un rango que oscila entre 1 y 1.5 puntos del PIB. Asimismo, cuando se observa esta misma relación por períodos de cuatro años, también desde 1980, como se establece en el Gráfico 2, se puede identificar una mayor diferencia en la proporción de gasto público a PIB en el período 1991-1994 con relación a 1987-1990, de más de 1.5 puntos porcentuales del PIB.

Este mayor nivel de gasto para el período 1991-1994 se explica por los factores relacionados con los correspondientes a defensa y justicia, pero también por los costos involucrados para acelerar la transición de la apertura y suavizar el ajuste al sector privado. Asimismo, el gasto se ha visto sometido a la reorientación que ha recibido especialmente en los dos últimos años, cuando, por ejemplo, al menos desde el punto de vista presupuestal, la participación de la inversión en la infraestructura física alcanza una proporción en el PIB de 2.1% en 1992, 2.3% en 1993 y 2.9% en 1994, en tanto que la infraestructura social (educación, salud y saneamiento básico, vivienda, desarrollo social y trabajo y seguridad social) pasará de una participación en el PIB de 2.3% en 1992 a 3.4% en 1994<sup>9</sup>. Esto, como se sabe, tiene efectos significativos sobre el crecimiento económico<sup>10</sup>.

Se puede inferir, entonces, que el gasto público ha crecido de manera significativa en estos últimos años y que la política actual valida esta tendencia, debido en parte a su efecto favorable sobre el crecimiento y los efectos distributivos sociales<sup>11</sup>. En un contexto en el cual la recta de presupuesto de la

7 O sea, por la dinámica experimentada en 1991 y 1992 en relación con 1990, año este último cuando se tuvo la menor relación gasto público /Pib de los últimos catorce años (1980-1993), sólo equiparable a la obtenida en 1981 (Veáse gráfico 1).

8 Esta clase de costos incluyen esquemas de desempleo apoyados por el gobierno, esquemas de reentrenamiento o reeducación profesional dentro del programa de modernización, incentivos para la inversión en el sector exportador, y aún subsidios temporales para los productores de bienes importables, como en el caso presente de los productores del sector agropecuario.

9 Si bien es cierto que los niveles de ejecución del presupuesto al término del primer semestre, y aún de los tres primeros trimestres, del año en curso estaban retrasados, por lo menos en lo que se refiere a los aportes de la nación, según Informes de Ejecución Presupuestal, DNP/UIP-DERP de 27 de julio y 30 de septiembre de 1993, sin que se conozca la ejecución de los recursos administrados por las entidades.

10 Veáse los trabajos recientes de Uribe (febrero 1993); también Posada, (junio 1993) y el propio plan de desarrollo "La Revolución Pacífica 1990-1994" (octubre 1991).

11 Tal como lo sostiene Carrasquilla (1993, p.26). Obsérvese asimismo que los mayores gastos en justicia y defensa considerados gastos prioritarios para el presente y el próximo año, son componentes principales de los déficits estimados para estos dos años.

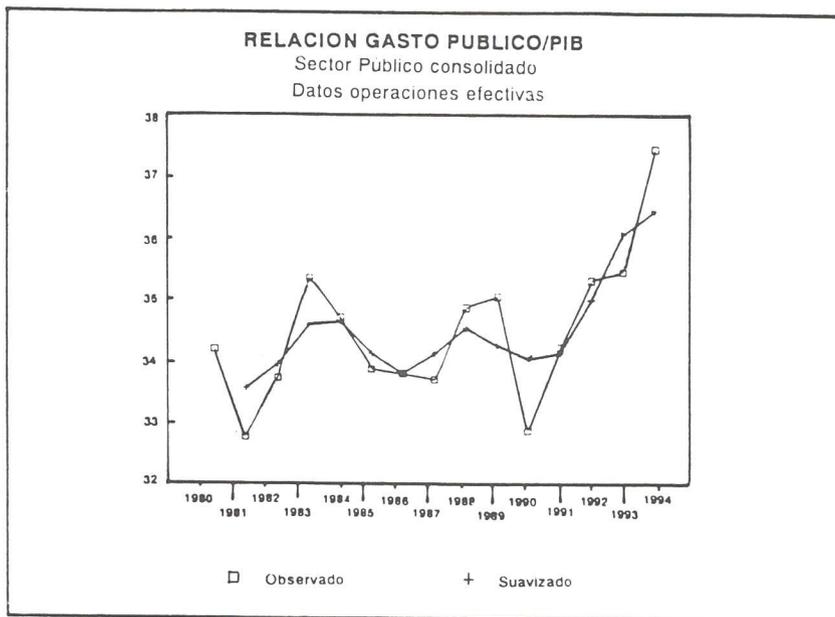


Gráfico 1

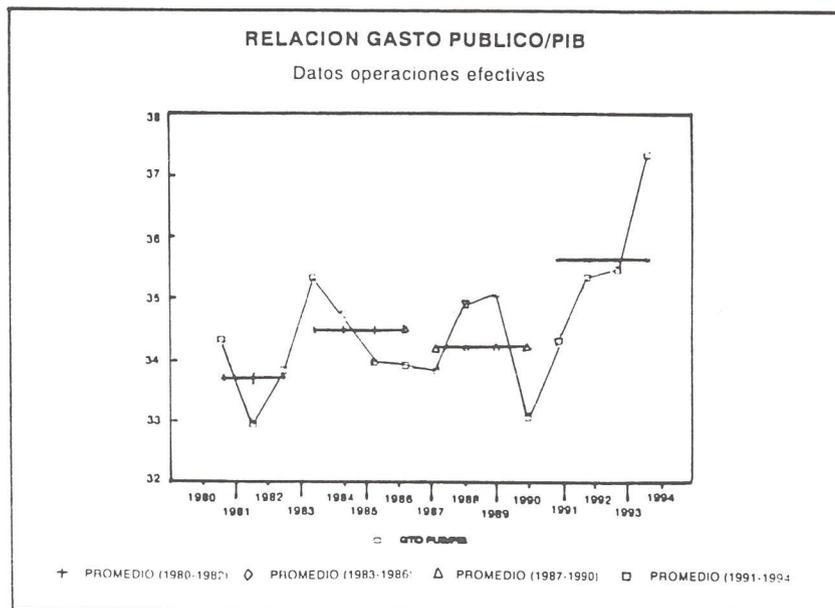
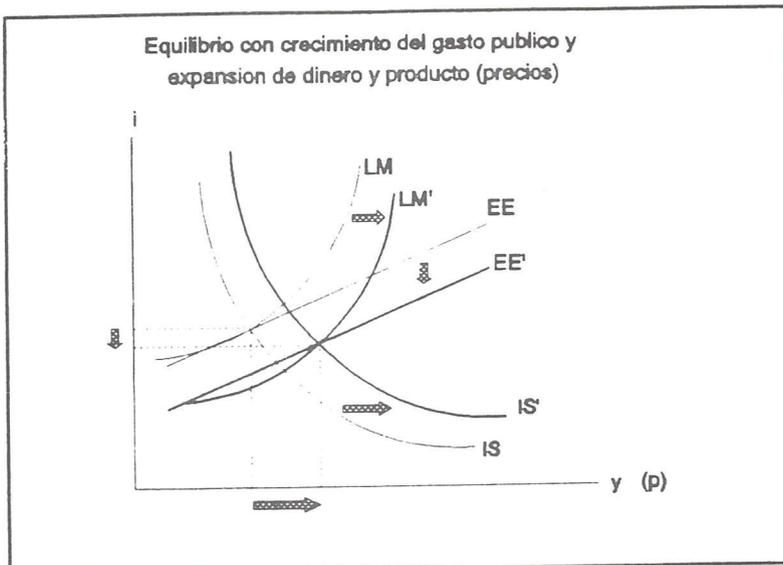


Gráfico 2

economía en su conjunto se ha desplazado positivamente, unos mayores niveles de gasto en lo prioritario, acompañados de una redistribución del mismo en las áreas estratégicas señaladas previamente, probablemente se justifican, si se tiene en cuenta que Colombia no es un país con un Estado demasiado grande.

En términos del aparato IS-LM, este crecimiento del gasto público en el corto plazo implica un desplazamiento de la curva IS, tal como se observa en el Diagrama 1, en el cual se expresa el equilibrio con crecimiento del gasto público y expansión de dinero y producto, como un equilibrio representativo de lo que acontece en la actual coyuntura. Obsérvese que en la medida en que una proporción del incremento exógeno en el gasto se vuelve permanente<sup>12</sup>, se presenta el desplazamiento de la curva IS.



**Diagrama 1**

La cuestión radica en establecer cómo se financia este mayor gasto público o, en términos del diagrama cómo se afectarían los mercados de dinero y moneda extranjera para ajustarse a este mayor nivel de gasto público, en particular, y de gasto total en general. En primer término, la mayor demanda de dinero transaccional en un contexto de incremento del ingreso real requeriría un aumento de la oferta de dinero real, para que el tipo de interés se mantuviera constante y el equilibrio inicial tuviera como contrapartida un mayor nivel de producto (o de precios, según la condición dominante de la economía o una combinación de los dos), para un crédito interno dado.

12 Carrasquilla y Salazar (junio de 1992) sostienen que cuando el déficit fiscal se genera por la vía de un incremento exógeno en el gasto, una proporción del shock exógeno es permanente.

En segundo lugar, el equilibrio en el mercado de moneda extranjera estará relacionado con las variaciones en el crédito interno. La expansión del crédito interno puede traducirse en una mayor demanda de moneda extranjera, vía por ejemplo colocación de títulos en dólares para contribuir al financiamiento del gasto público, lo cual exigiría variaciones en las reservas internacionales para compensar este desequilibrio.

Los ajustes presentados en los mercados de dinero y moneda extranjera se han reflejado en movimientos de la tasa de interés, la cual en la presente coyuntura (1991-1993) ha descendido, tal como se observa en el Diagrama 1<sup>13</sup> (véase Cuadro 3).

Estos equilibrios, a su vez, suponen como dadas las tasas esperadas y observadas de inflación, devaluación y tasa de interés externa. Obviamente, un cambio en las expectativas de tales variables y en sus propios valores observados implicarán nuevos ajustes en los mercados de dinero y moneda extranjera, dependiendo de qué tan significativos puedan ser tales cambios. Probablemente para la presente coyuntura baste con seguirlos considerando como dados.

## LA POLITICA FINANCIERA DEL SECTOR PUBLICO

La financiación del gobierno en un contexto de macroeconomía tradicional conduce a examinar dos puntos de especial significación en la coyuntura actual, de escasa consideración por parte de los analistas, a saber: en primer término, las implicaciones fiscales de la liberación comercial (tanto en el corto como en el largo plazo), en el sentido de que las finanzas del gobierno se están modificando y se modificarán aún más en el futuro, en el contexto de apertura, lo cual tiene consecuencias sobre la actividad económica, no siempre tenidas en cuenta. En segundo lugar, deben analizarse los asuntos relativos a la financiación del déficit fiscal con deuda no-monetaria. Cuando se consideran varios activos, por lo menos más de dos (capital, dinero base y deuda pública no-monetaria, por ejemplo), se pueden analizar con mayor comodidad las implicaciones financieras de la política monetaria y fiscal, así como las relativas al manejo de la propia deuda no-monetaria.

### La política tributaria en curso

En relación con el primer punto, hay que destacar que las consecuencias fiscales de la liberalización comercial no se limitan sólo a la evolución de los impuestos al comercio exterior sino que también tienen que ver con el recaudo del impuesto a la renta, el recaudo del impuesto al consumo doméstico y los propios gastos del gobierno. Lo interesante a señalar en el presente año es el dinamismo que ha tenido el recaudo del impuesto al consumo doméstico, tanto

---

13 Obsérvese que existen mediciones que tratan de comprobar la medida en que la sustitución de activos o los flujos de capital compensan las variaciones en el crédito interno, denominados coeficientes de compensación. Véase Dornbusch (1981).

**CUADRO No. 3**  
**TASAS DE INTERES Y MARGENES DE INTERMEDIACION DE LAS**  
**PRINCIPALES INSTITUCIONES FINANCIERAS Promedio mensual (1992-1993)**

	Sistema fro.*			Bancos			Corp. financieras			Cias fto cial			Cavs			Org coop		
	MI	Captación	Cartera	MI	Captación	Cartera	MI	Captación	Cartera	MI	Captación	Cartera	MI	Captación	Cartera	MI	Captación	Cartera
E 92	13 19	32 09	45 28	13 55	31 19	44 74	11 12	33 33	44 44	13 49	33 10	46 59	11 55	30 24	41 79	9 31	31 30	40 60
F	12 47	28 92	41 39	12 81	28 25	41 06	8 68	29 52	38 19	13 77	30 00	43 77	12 17	28 63	40 80	13 07	27 49	40 55
M	12 84	28 29	41 13	12 88	27 87	40 75	8 32	28 54	38 86	14 63	29 16	43 79	12 13	27 25	39 38	12 34	27 79	40 13
A	13 44	26 75	40 19	14 59	28 05	40 63	8 25	27 39	35 64	14 05	27 67	41 72	12 25	25 48	37 73	12 77	26 17	38 94
M	15 03	24 31	39 34	16 32	23 31	39 63	8 81	25 12	33 93	15 73	25 26	40 99	12 52	22 36	34 87	13 05	24 97	38 02
J	11 54	22 82	34 36	12 22	22 09	34 31	8 74	22 91	31 65	11 75	23 98	35 72	12 33	21 76	34 09	12 30	23 43	35 73
J	10 80	21 88	32 68	11 17	21 51	32 67	7 46	21 81	29 27	11 03	22 75	33 78	12 00	20 73	32 73	12 15	23 06	35 22
A	8 52	25 28	33 80	8 70	25 28	33 99	5 17	25 11	30 28	8 96	25 28	34 23	9 68	22 01	31 69	12 11	22 79	34 89
S	7 31	27 30	34 61	7 72	26 77	34 50	7 43	27 50	34 93	6 84	28 02	34 86	8 68	22 74	31 42	11 63	23 84	35 47
Prom	11 68	26 40	38 09	12 22	25 81	38 03	8 22	26 80	35 02	12 25	27 25	39 50	11 48	24 58	36 05	12 08	25 65	37 73
Desv std	2 32	3 02	4 10	2 55	2 96	3 98	1 48	3 33	4 36	2 72	3 07	4 60	1 28	3 23	3 74	1 07	2 66	2 29
O	7 24	27 60	34 84	7 55	26 97	34 51	7 30	27 97	35 26	7 17	28 42	35 59	8 57	24 11	32 68	9 82	25 78	35 59
N	7 44	26 98	34 41	7 37	26 47	33 84	8 07	27 20	35 27	8 16	27 69	35 85	9 70	24 12	33 81	8 70	27 16	35 87
D	7 75	27 51	35 25	8 18	26 94	35 12	7 39	27 60	34 69	7 45	28 27	35 73	9 25	24 42	33 68	9 97	25 99	35 96
Prom	10 63	26 64	37 27	11 09	26 06	37 14	8 06	27 00	35 06	11 09	27 47	38 55	10 90	24 49	35 39	11 43	25 81	37 25
Desv std	2 71	2 65	3 82	2 96	2 60	3 78	1 32	2 91	3 77	3 11	2 69	4 31	1 51	2 81	3 45	1 48	2 34	2 15
E93	8 44	26 19	34 64	7 90	25 94	33 84	8 50	26 28	34 78	9 80	26 76	36 56	11 05	23 32	34 37	9 25	26 74	35 99
F	9 34	26 27	35 81	9 50	26 07	35 57	7 53	26 05	33 58	9 39	26 87	36 26	10 93	23 31	34 24	10 70	25 99	36 69
M	8 96	26 83	35 78	8 81	26 70	35 52	7 20	26 62	33 82	10 03	27 31	37 34	10 62	23 51	34 13	11 20	26 51	37 71
A	9 30	26 70	36 00	8 97	26 57	35 53	8 08	26 56	34 63	10 51	27 14	37 65	10 19	23 65	33 83	10 85	26 76	37 61
M	9 76	26 29	36 05	9 76	26 02	35 77	7 69	26 16	33 85	10 72	26 87	37 60	11 24	24 03	35 27	12 68	25 21	37 89
J	9 90	26 55	36 45	9 95	26 25	36 20	7 51	26 38	33 89	10 77	27 20	37 97	10 76	24 80	35 56	13 57	24 61	38 18
J	10 29	25 17	35 46	10 14	24 60	34 73	8 43	25 77	34 20	11 62	26 26	37 88	11 40	24 48	35 88	13 15	24 77	37 91
A	11 02	24 52	35 54	10 69	24 22	34 91	8 52	24 44	32 97	12 54	25 31	37 85	12 08	23 65	35 73	13 50	24 35	37 85
S	10 97	24 55	35 52	10 58	24 36	34 95	7 78	24 33	32 12	12 88	25 24	38 12	11 64	23 87	35 51	13 70	24 05	37 75
Prom	9 78	25 90	35 67	9 59	25 64	35 22	7 92	25 84	33 76	10 92	26 55	37 47	11 10	23 85	34 95	12 07	25 44	37 51
Desv std	0 82	0 85	0 47	0 85	0 91	0 66	0 46	0 82	0 77	1 14	0 74	0 61	0 53	0 48	0 75	1 51	1 01	0 66

\* El sistema financiero contiene Bancos, Corporaciones financieras de financiamiento comercial

FUENTE: Superintendencia Bancaria -informes semanales- y Cálculos DNP - UMACRO

sobre bienes internos como sobre bienes importados, a través del IVA, con tasas de crecimiento del 38.5% para el primero y 127.9% para el segundo (para el período enero-julio/93 con respecto al mismo período de 1992, véase Cuadro 1), observándose además que su dinamismo ya lo está colocando en el presente año como uno de los recursos tributarios más importantes para el gobierno nacional. Con un nivel de importaciones creciendo al 77.9%<sup>14</sup>. En el primer semestre del presente año con respecto al año anterior, tanto por factores retardados de apertura como por la revaluación moderada en curso, en un año con actividad económica en auge y una elasticidad ingreso del consumo relativamente alta, se espera que el IVA pueda compensar el pobre comportamiento del impuesto a la renta en el presente año.

Obsérvese que esta es una situación puramente coyuntural por los factores señalados, dado que no se espera que el incremento porcentual del valor importado proyectado para el presente año, 48.8%, se repita para el año próximo; más aún se espera que sólo sea de 21.7%, según proyecciones de la balanza de pagos del DNP<sup>15</sup>.

En relación con el recaudo del impuesto a la renta, el lento crecimiento anual de 13.3% experimentado en el período enero-julio/93 en comparación con igual período del año pasado, que había sido de 27.2% (véase Cuadro 1), probablemente esté indicando el mayor peso del ingreso de los sectores que sustituyen importaciones en relación con el ingreso del sector importador. Probablemente para el próximo año el efecto cantidades derivado de una mayor actividad económica compense plenamente el efecto precios de la revaluación de 1993, con lo cual el dinamismo del impuesto de renta se recupere.

Adicionalmente, es claro que la aplicación de los ajustes por inflación en la parte relativa a la valoración de los inventarios para las empresas afecta las utilidades reportadas, dependiendo de si se utiliza el ajuste anual o el mensual, con el natural incremento o disminución del impuesto a la renta, presentándose una implicación fiscal negativa con el método anual, lo cual está afectando los recaudos del presente año de manera importante.

En el largo plazo, si la liberación comercial tiene éxito en alcanzar su meta de elevar el ingreso nacional, se espera que el recaudo tributario directo pueda incrementarse proporcionalmente. De hecho, la respuesta positiva esperada por parte del recaudo proveniente del impuesto a la renta ha sido típicamente el principal argumento que ofrecen los responsables de la política económica para soportar las pérdidas que experimentan las finanzas públicas en el corto plazo como consecuencia de las reducciones que se pueden presentar en los ingresos provenientes de los tributos al comercio exterior<sup>16</sup>.

---

14 Este dato corresponde a variaciones CIF según Aduanas, el cual tenía problemas de duplicación, que se obviaron en los datos proyectados anuales, indicados un poco más abajo.

15 Estos datos están en valores FOB, los cuales presentan actualmente una diferencia con los CIF de alrededor de un 9%, adjudicable a fletes y seguros.

16 Para mayores detalles sobre este punto, véase Zarta (1991).

En un estudio reciente sobre la relación empírica entre política fiscal y crecimiento económico<sup>17</sup> se encuentra que tanto para los datos de corte transversal de alrededor de 100 países, como para los datos de series de tiempo del período 1970-1988, a medida que sube el ingreso los impuestos relativos al comercio exterior caen como proporción de los ingresos tributarios, en tanto que la participación de los impuestos a la renta se eleva. Asimismo en este estudio se concluye que tanto para los datos de corte transversal como para los históricos se verifica que la participación del ingreso tributario con respecto al PIB sube a medida que lo hace el ingreso per-cápita (Ley de Wagner).

### **El financiamiento interno reciente**

Un modelo de tres activos puede extender el uso del modelo estándar IS-LM para responder a interrogantes relacionados con formas alternativas de financiamiento de los déficits públicos transitorios o permanentes. En particular, ¿qué pasa cuando el stock de deuda no-monetaria se incrementa en relación a los stocks de dinero y capital, como resultado de un período de gasto deficitario financiado mediante bonos o títulos de deuda pública? Obsérvese asimismo que ésta es una condición que puede ser transitoria en el caso de la economía colombiana, la cual a su vez podría tornarse superavitaria hacia el futuro<sup>18</sup>.

### **Consideraciones previas sobre el financiamiento interno**

En primer término, el dinamismo del financiamiento interno reciente constituye un efecto de una entrada de capitales<sup>19</sup>, que ha conducido a una acumulación "excesiva" de reservas internacionales en los últimos tres o cuatro años. El concepto de exceso de reservas internacionales puede cuantificarse a partir de considerar un nivel óptimo o adecuado de las mismas, tal como se establece en el Cuadro 4, observándose que esta situación fue más aguda en 1991 y 1992 que en 1990 y en el presente año. A partir de este concepto puede entenderse mejor los efectos macroeconómicos de la emisión de deuda interna. De hecho, tal como se ve en este cuadro, la mayor parte del exceso de reservas internacionales se refleja en el incremento de la deuda no-monetaria.

En segundo término, se observa en las cifras relativas a la financiación del déficit fiscal para el período 1990-1993 que la emisión de deuda pública interna se ha consolidado en el financiamiento del déficit fiscal, al comprobarse incluso una sustitución parcial de deuda pública externa por deuda pública interna, a partir de 1990 y hasta el presente año<sup>20</sup>, lo cual se ha llevado a cabo en una perspectiva de diversificación de fuentes internas y externas.

17 Véase Easterly y Rebelo (sept. 1993).

18 Todo depende de lo que pase con Cusiana. En todo caso, el estudio de Easterly y Rebelo referido encuentra que el superávit fiscal del gobierno está correlacionado con el crecimiento y la inversión privada en los datos de corte transversal para 100 países.

19 Tal como lo sostiene Carrasquilla (1993, p.21)

20 Véase el cuadro 1 del documento de Perry (1993). Para el presente año, según datos del DNP/UMACRO, se espera que el financiamiento del déficit fiscal esperado ocurra en su totalidad con crédito interno e incluso sea negativo con el crédito externo. Sin embargo, para 1994 se proyecta que el crédito externo vuelva a tener una participación importante en la financiación del déficit fiscal esperado.

Cuadro 4

INVERSION, BASE MONETARIA Y DEUDA NO MONETARIA COMO PROPORCIONES DEL PIB (Pesos constante de 1976) <sup>1</sup>										
Conceptos	Millones de pesos				Proporciones del PIB				Desv. Estandar	
	1990	1991	1992	1993 <sup>2</sup>	1990	1991	1992	1993	91-92-93	91-92-93
Inversión Total	103.05	93.97	111.18	142.70	14.01	12.51	14.31	17.57	14.80	2.09
Inversión Privada	62.57	50.99	64.49	88.35	8.51	6.79	8.30	10.88	8.68	1.69
Inversión Pública	40.47	42.98	46.70	54.36	5.50	5.72	6.01	6.69	6.14	0.41
Base Monetaria	52.49	63.96	70.09	73.43	7.13	8.51	9.02	9.04	8.86	0.25
M1	80.90	84.70	95.60	96.30	11.01	11.28	12.30	11.86	11.81	0.42
M2	226.70	239.20	265.90	268.10	30.83	31.87	34.22	33.01	33.03	0.96
Deuda no Monetaria <sup>3</sup>	466.50	1,743.7	2,898.9	3,949.4	2.31	6.61	8.49	9.06	8.05	1.05
Reservas Internacionales <sup>4</sup>	4,697	6,572	8,048	8,064	11.67	15.29	16.04	14.86	15.40	0.49
Exceso de Reservas Internes. <sup>4</sup> , <sup>5</sup>	1,717	3,619	4,531	2,841	4.27	9.12	9.03	5.23	7.79	1.81
Superávit - Déficit Fiscal <sup>6</sup>	56.70	147.80	307.30	-471.80	0.28	0.56	0.09	-1.10	0.22	

<sup>1</sup> Se realizaron los cálculos a precios corrientes para inversión. Base, M1 y M2.

<sup>2</sup> Inversión se trabajo con preliminar 92 y estimado 1993, mientras la información sobre deuda para 1993 se presenta a marzo. La información sobre Déficit Fiscal para 1993 se refiere a la estimación para el año completo.

<sup>3</sup> Para 1991, 1992 y 1993 incluye TES, BDSI, Bonos Ley 55, Certificados de Cambio y OMAS. Para 1990 incluye solamente OMAS y Certificados de Cambio. Las cifras se presentan en miles de millones de pesos.

<sup>4</sup> Se presentan las cifras en millones de dólares y se observa el comportamiento como proporción del PIB en dólares.

<sup>5</sup> Se entiende por exceso de Reservas Internacionales aquella parte de las reservas que excede a siete meses de importaciones totales, considerando que dicho valor cambia cuando se incrementan las mismas.

<sup>6</sup> Las cifras se presentan en miles de millones de pesos.

<sup>7</sup> De acuerdo con los estimativos más recientes del DNP/UMACRO, este déficit se considera del orden de 0.9% del PIB, correspondiente a \$-300.3 millones.

En tercer término, se ha presentado también una diversificación de la deuda en favor de la emisión de bonos, en consonancia con los desarrollos recientes del mercado internacional de capitales y del fortalecimiento del mercado interno, concretándose en tres formas: emisiones de bonos en dólares en el mercado nacional, los nuevos Títulos de Tesorería (TES) a mediano y largo plazo y los Eurobonos en el mercado internacional<sup>21</sup>. En el caso de la deuda externa, se ha reducido la participación de los bancos comerciales y la deuda bilateral oficial y aumentado la de organismos multilaterales y la colocación de bonos.

### Efectos de portafolio

Con estas consideraciones y con el Cuadro 4 como apoyo, se regresa al interrogante principal de esta sección. Ante el exceso de reservas internacionales se ha presentado una expansión de la deuda no-monetaria, tanto del gobierno central como del Banco de la República, dada la decisión privada de recomponer su portafolio por monedas, si bien se observan también incrementos continuos de la base monetaria y de la inversión privada, lo cual se refleja en las cifras del Cuadro 4.

Si el análisis se restringe al corto plazo, considerando sólo 1993 en relación con 1992, la acumulación de deuda no-monetaria se asocia positivamente con la

21 Véase para una explicación bien fundamentada sobre este tema la intervención de Castellanos (julio 1993).

formación de capital privado<sup>22</sup>, lo cual podría estar indicando efectos de sustitución menores entre deuda y capital que entre deuda y dinero. Sin embargo, puesto que la deuda no-monetaria incluye las OMA, las cuales han llegado a constituir la mitad o un poco más del total de la deuda pública interna, lo que se tiene adicionalmente es un problema de administración o manejo de la deuda<sup>23</sup>, cuyos efectos sobre el producto o sobre los precios (vía el dinero) son ambiguos, con todas las implicaciones que ello conlleva.

En este punto vale la pena, entonces, llamar la atención acerca de que una de las consecuencias de la financiación de los déficits sea la presencia de efectos de portafolio de **crowding out** o **crowding in**, tanto para el corto como para el largo plazo. En un modelo general que incluya dinero, bonos y capital no hay justificación para considerar a priori si el efecto portafolio asociado con los déficits fiscales financiados con bonos compensan o refuerzan el tradicional efecto ingreso de la política fiscal<sup>24</sup>.

En el caso colombiano hay evidencia empírica que muestra la existencia de un efecto desplazamiento de la inversión privada por parte de la inversión pública. Por ejemplo, Villar (1990) estima que el coeficiente de crowding-out de la inversión pública sobre la inversión privada (ambas como proporción del PIB potencial) es -0.40, Ocampo (1991) de -0.35 y Sánchez y Lora (1992) de -0.78, si bien estos últimos autores, utilizando tests de causalidad de Granger, demostraron que para el período 1950-1990 la inversión pública causa positivamente a la inversión privada. Para el período 1970-1990, según Sánchez y Lora (1992), la inversión pública total causa negativamente la inversión privada, aunque la inversión pública no-cíclica la causa positivamente. También Easterly (1991) sostiene que el aumento de la participación del capital e inversión públicos es responsable por la caída secular de la inversión privada tanto en períodos "cortos" (1970-1988) como en períodos "largos" (1926-1988).

En un trabajo muy reciente Sánchez (octubre 1993) señala que estos estudios sólo captan el efecto contemporáneo de la inversión pública sobre la inversión privada, haciendo caso omiso del efecto que tiene el stock de capital público sobre la productividad y rentabilidad del capital privado. Indica Sánchez que Aschauer, el autor en el que básicamente se apoyó, encontró que aunque la inversión pública tiene un efecto crowding-out contemporáneo importante sobre la inversión privada tiene, a su vez, como resultado del aumento del stock de capital público, un efecto

22 Haliassos y Tobin (1990, p. 905) señalan que Friedman (1977, 1978) ha investigado teórica y empíricamente este asunto para el caso de la economía norteamericana, y en el cual me apoyo para sustentar esta afirmación.

23 En el sentido de que las OMA, no constituyen un componente de financiación del gobierno sino el factor más importante de contracción monetaria que tiene la autoridad monetaria a su disposición.

24 Si este efecto de portafolio es positivo o negativo depende de una condición de sustitución relativa simple pero crucial: el crowding out de portafolio (o el crowding in) tiene lugar cuando la relación del coeficiente de sustitución entre bonos y dinero al coeficiente de sustitución entre bonos y capital es menor (mayor) que la proporción de los respectivos coeficientes de riqueza de las demandas de dinero y capital. Si las dos relaciones son exactamente iguales, no hay efecto de portafolio, y el análisis tradicional IS-LM es el adecuado para describir los déficits del gobierno financiados mediante bonos y títulos; véase Friedman (1978). Por lo demás, es claro que esta disgresión supone que el sector privado puede considerar que la deuda pública interna es riqueza neta de éste, a diferencia de la hipótesis de equivalencia ricardiana de Barro.

---

positivo significativo sobre la rentabilidad privada que estimula la inversión privada. Concluye Aschauer que el efecto neto de la inversión pública sobre la inversión privada es positivo en el mediano y largo plazo.

Como el estudio de Aschauer (1989) para Estados Unidos encontró que incrementos en el capital público estaban asociados con un aumento grande en la inversión privada, señalan Easterly y Schmidt-Hebbel (julio 1993) que parece razonable inferir, entonces, que para países con una relación negativa (contemporánea) entre inversión pública y privada como Chile, Colombia, Ghana y México, la inversión pública está concentrada en actividades que sustituyen directamente a la inversión privada. De manera que, según tales autores, entre mayor sea la complementariedad de capital público y privado, mayor será la probabilidad de que la inversión pública tenga un efecto positivo sobre la inversión privada (contemporánea).

Los resultados del estudio de Sánchez para Colombia en el período 1950-1991 son concluyentes en el sentido que el capital público y fundamentalmente la infraestructura núcleo (carreteras, redes de energía, teléfonos, etc) tienen un impacto positivo sobre la productividad, la tasa de inversión y, por consiguiente, el crecimiento económico.

Finalmente, para retomar y redondear la argumentación presentada, vale la pena señalar que dos factores presentes en la economía colombiana actualmente y perdurables en el mediano plazo juegan en favor de que no se presente un efecto de crowding-out<sup>25</sup> de la inversión pública sobre la inversión privada: en primer término, el desplazamiento significativo de la recta de presupuesto de la economía en su conjunto, debido a la mayor acumulación de reservas internacionales observada y esperada, lo cual permite amplios márgenes de financiación para los sectores privado y público; y en segundo lugar, el proceso de privatización o reprivatización puesto en marcha por el actual gobierno que, aunque de ejecución lenta, va en la dirección de hacer más complementaria la inversión pública con la privada, con efectos más claros hacia el futuro que en el presente.

---

25 Lo cual no significa que se presente un efecto de crowding in, si bien tal efecto podría esperarse que se presente en el futuro.

## Conclusiones

Una primera conclusión es que en la coyuntura actual se presenta un crecimiento del gasto público con expansión de dinero y producto, lo cual se corresponde con una tendencia que viene del pasado y que la política económica actual valida, debido probablemente a su efecto favorable sobre el crecimiento y los efectos distributivos sociales. En una economía abierta y con movilidad de capitales, como es la colombiana actual, los ajustes presentados en los mercados de dinero y moneda extranjera se reflejaron en descensos de las tasas de interés, en línea con la argumentación presentada.

Una segunda conclusión tiene que ver con los cambios que están experimentando las finanzas del gobierno en el contexto actual de apertura, dado que éstas no sólo se limitan a la evolución de los impuestos al comercio exterior sino que tienen que ver también con el recaudo del impuesto a la renta, del impuesto al consumo doméstico y los propios gastos del gobierno. En particular, el IVA, tanto sobre bienes domésticos como sobre bienes importados, está constituido en el presente año como el recurso tributario más dinámico y casi tan importante como el impuesto a la renta, siendo éste un fenómeno puramente transitorio adjudicable solamente a la coyuntura actual.

Este último experimenta en el presente año un lento dinamismo, reflejando probablemente el mayor peso del ingreso en los sectores que sustituyen importaciones en relación con el ingreso del sector importador, en un año en que se presenta una tendencia a la revaluación moderada. Asimismo, los ajustes por inflación han incidido negativamente sobre este impuesto en el presente año, por lo cual se piensan modificar o reformar. Se espera que el dinamismo de este impuesto se recupere el año próximo. A medida que el proceso de apertura se profundice y por tanto, se eleve el nivel de ingreso de la economía se prevé, de acuerdo con la experiencia internacional, que la participación del impuesto a la renta se eleve en relación con la participación de los impuestos al comercio exterior.

Una tercera conclusión tiene que ver con el financiamiento interno reciente, en la medida que el stock de deuda no monetaria se ha incrementado en relación con los stocks de dinero y capital para financiar el déficit fiscal en curso. Una implicación surge de aquí: que la financiación de los déficits implica efectos de portafolio que van en la dirección de afectar los mercados de bienes y activos, no pudiéndose determinar a priori si tales efectos compensan o refuerzan el tradicional efecto ingreso de la política fiscal, por lo cual es necesario determinar empíricamente el asunto. Diversos estudios recientes han mostrado que si bien la inversión pública tiene un efecto crowding-out contemporáneo importante sobre la inversión privada, tiene a su vez, como resultado del aumento del stock de capital público en infraestructura un efecto positivo significativo sobre la rentabilidad privada que estimula la inversión privada, presentándose éste último en el mediano y largo plazo. En las actuales condiciones de la economía colombiana no se ha registrado un efecto de crowding out por los factores anotados, no descartándose un efecto de crowding in hacia el futuro.

## BIBLIOGRAFIA

Carrasquilla, Alberto: "Financiamiento del sector público"; presentación efectuada en *Debates de Coyuntura Económica*, Políticas de Financiamiento del Sector Público, No. 28, Julio de 1993, Fedesarrollo y Fescol.

Carrasquilla, Alberto y Salazar Natalia: "Sobre la naturaleza del ajuste fiscal"; *Ensayos sobre Política Económica*; No. 21, junio 1992

Castellanos, Jorge: "Hacia una nueva estrategia de manejo del crédito público", presentación en *Debates de Coyuntura Económica*, op. cit.

Contraloría General de la República (CGR): "*Informe Financiero, avance estadístico*", julio de 1993.

Departamento Nacional de Planeación (DNP): "*La Revolución Pacífica, Plan de Desarrollo Económico y Social 1990-1994*", octubre de 1991.

Dornbusch, Rudiger; *La macroeconomía de una economía abierta* (cap. X: "La política de estabilización con tipos de cambio fijos y movilidad del capital"); Antoni Bosch, Barcelona, 1981 (Edición original: 1980).

Easterly, W. y K. Schmidt-Hebbel: "Fiscal deficits and macroeconomic performance in Developing Countries", *The World Bank Research Observer*, Vol. 8, No. 2, julio 1993.

Easterly, W. y S. Rebelo: "Fiscal policy and economic growth: an empirical investigation", *mimeo*, septiembre 1993.

Friedman, Benjamin M.: "Crowding out or crowding in? Economic consequences of financing government deficits", *Brooking Papers on Economic Activity*, 1978, 9: 593-641

Haliassos, M. y Tobin, J.: "The macroeconomics of government finance", ch. 17, en *Handbook of Monetary Economics*, Vol. II, Edited by B. M. Friedman and F. H. Hahn, Elsevier Science Publishers B.V., 1990.

Langebaek, Andrés: "Diferencial de tasas de interés y flujos de capital en Colombia: 1980-1993"; *Archivos de Macroeconomía* (DNP), No. 14, agosto de 1993.

Perry, Guillermo: "Políticas de financiamiento del sector público", presentación en *Debates de Coyuntura Económica*, op. cit.

Posada, Carlos Esteban: "Crecimiento económico, 'capital humano' y educación": la teoría y el caso colombiano posterior a 1945"; *Archivos de Macroeconomía* (DNP), No. 12, junio de 1993.

Posada, Carlos Esteban: "La evolución económica reciente: dos interpretaciones alternativas", *Archivos de Macroeconomía* (DNP), No. 20, noviembre de 1993.

Sánchez, Fabio: "El papel del capital público en la producción, la inversión y el crecimiento económico en Colombia";

Suescún, Rodrigo: "Inflación y devaluación como un fenómeno fiscal: la financiación óptima del gobierno a través de la tributación, el señoreaje y las utilidades por compra-venta de divisas"; *Ensayos sobre Política Económica*; No. 22, diciembre 1992.

Uribe, José Darío: "Infraestructura física, 'clubs de convergencia' y crecimiento económico"; *Archivos de Macroeconomía* (DNP), No. 7, febrero 1993.

Zarta, Alvaro: "La política fiscal en la Apertura Económica: reacomodación e implicaciones fiscales de la liberación comercial", documento para la *CGR*, Bogotá, mayo 1991.

# Comentario

Alberto Carrasquilla\*

## INTRODUCCION

Desde la fase final de la discusión en torno del Proyecto de Ley de Presupuestos para 1994, el tema del gasto público en la actual coyuntura ha ocupado un lugar privilegiado en la discusión económica colombiana. Esto es a todas luces un desarrollo saludable que, ojalá, se profundize en el futuro.

El trabajo de Alvaro Zarta, que me han pedido amablemente comentar, es una interesante adición al debate en curso.

Quisiera empezar los comentarios ubicando lo que a mi juicio es el estado actual de la discusión sobre gasto público y política fiscal. A continuación, paso a referirme directamente a los puntos que el trabajo de Zarta trae al debate y -por último- quisiera ofrecer mi perspectiva sobre el tema.

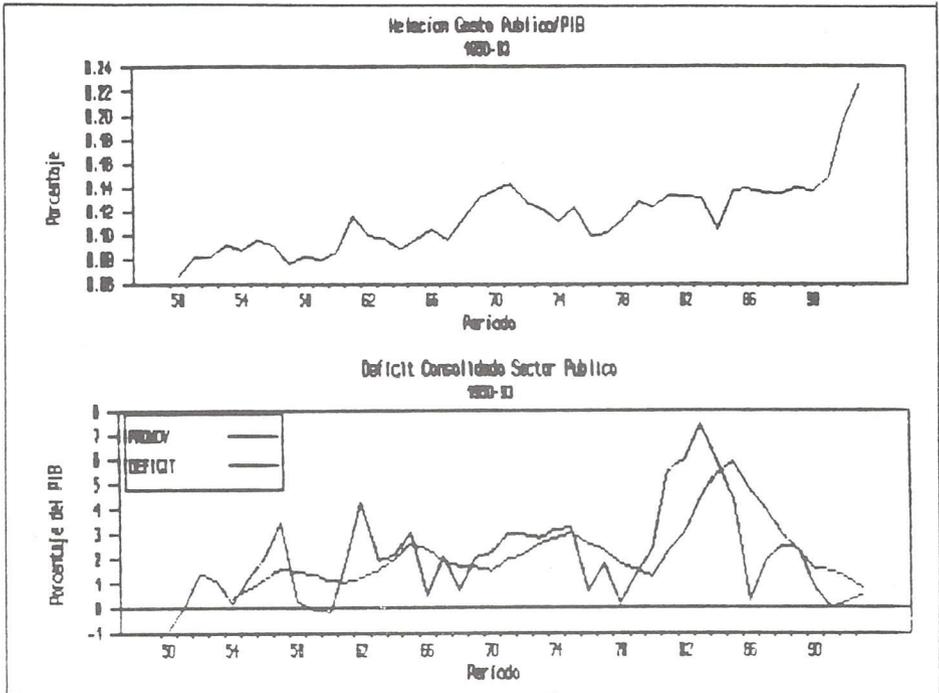
## I. GASTO Y FINANCIAMIENTO

El Gráfico 1 muestra la relación entre gasto del Gobierno Central y PIB para el período 1950-93. El Gráfico 2 muestra la relación entre déficit consolidado del sector público y PIB para idéntico período, junto con su promedio móvil (de orden 5) para facilitar la lectura.

A mi juicio todo el debate actual gira alrededor del hecho de que la relación entre las dos variables -revestida de alguna estabilidad histórica- se cambia, recientemente, en grado importante. Como se observa en los gráficos, el cambio ocurre en el período más reciente (1987 en adelante).

---

\* Gerente Técnico, Banco de la República. Las opiniones son del autor.



El déficit público y el gasto guardaron una relación cercana y positiva hasta finales de los años ochenta, época en la cual esta relación se rompe, incluso tornándose fuertemente negativa en la época más contemporánea.

Así; para algunos observadores hay un creciente problema fiscal, mientras para otros hay una marcada tendencia al ajuste. El debate tiene el enorme problema de que ambos tipos de análisis tienen justificación empírica, ya que no hay acuerdo sobre cuál es la variable relevante.

Mi propósito en esta primera sección es argumentar a favor de la tesis de que la variable pertinente para medir el "stance" de la política fiscal es el gasto público y no el tamaño del déficit. Por tanto, defendiendo la idea de que en los últimos años la tendencia ha sido la de un deterioro en la posición fiscal, dinámica que deberá ser revertida en el futuro con el fin de defender la estabilidad macroeconómica y la competitividad externa.

La diferencia entre un impuesto y un título de deuda pública es más clara a nivel jurídico y contable que a nivel de la teoría macroeconómica. Al fin y al

---

cabo, la deuda se debe cancelar en el futuro y, si el patrón de gasto está dado, la única manera sostenible de hacerlo es elevando los impuestos a su vencimiento. Lamentablemente, en el actual debate colombiano se hacen planteamientos que tienen más de jurídico-contable que de macroeconómico.

Por tanto, hay razones fuertes para pensar que -en valor presente- al sector privado, en su conjunto, no necesariamente le importa en grado notable que sea a través de impuestos en el presente o de impuestos en el futuro que se financia el gasto público. Por lo anterior, el efecto sobre su proceso de toma de decisiones no tiene por qué ser de magnitud importante. Si lo es, es necesario plantear explícita y claramente por qué, cosa que no se ha hecho.

Todas las diferencias se deben a rigideces, irracionalidades e imperfecciones de mercado. Consecuentemente, hay fuertes razones para pensar que la diferencia a nivel de la dinámica macroeconómica asociada con una y otra manera de financiar el gasto público, en la medida en que ella depende de las decisiones tomadas por el sector privado, no tiene por qué ser sustancial. Y estas razones son más fuertes a medida que el país progresa y desarrolla sus mercados financieros.

Existen versiones fuertes y débiles de este tipo de postulado y de ninguna manera quisiera ser interpretado como defensor de un estricto cumplimiento de la llamada equivalencia Ricardiana. Al fin y al cabo, yo mismo estimé hace unos años un modelo en el cual se veía que dicho postulado -aunque empíricamente sugestivo- no era enteramente aceptable en el caso colombiano.

Lo que si quiero decir es que el gasto, no su financiación, es -por simple contabilidad intertemporal- la esencia de la política fiscal. Los gobiernos no deciden un esquema de tributación ni de endeudamiento en abstracto; lo hacen para financiar su lista de gastos y repartir en el tiempo su exclusiva fuente de financiamiento: el contribuyente.

Si el gasto es bueno o malo, otra línea del actual debate, es un problema diferente. El hecho macroeconómico es que el gasto público constituye la esencia del vínculo entre sector público y sector privado y, consecuentemente, define la contribución del gobierno a la estabilidad macroeconómica y al bienestar de la ciudadanía.

Otro tema es, si desde el punto de vista de una función de bienestar es mejor un impuesto -digamos- al consumo o al trabajo o un impuesto inflacionario. El hecho es que por cualquiera de estas vías se expropia el fruto del esfuerzo de la ciudadanía con el fin de financiar un gasto, cuyo beneficio puede ser superior al beneficio derivado de dejar en manos del sector privado la decisión de qué hacer con estos recursos. Estos son temas importantes que poco se tocan en Colombia. La teoría plantea que en el fondo, el gasto público se justifica cuando hay una falla de mercado, caracterizada por proyectos de mayor valor social que financiero

(educación, salud). Esta línea del debate, de índole microeconómico, se beneficiaría con más estimativos robustos sobre la eficiencia del gasto público y de análisis detallados de cuáles son las fallas que dicho gasto supuestamente corrige.

## II. EL TRABAJO DE ZARTA

El trabajo que ha presentado Alvaro Zarta empieza planteando que el cumplimiento de la meta inflacionaria en 1993 (concebiblemente, también en 1994) depende de que se produzca una desaceleración del gasto público. Comparto parcialmente esta idea; para lograr la meta inflacionaria hay diversos caminos y el más civilizado es -precisamente- el que sugiere Alvaro, pero hay otros.

Se podría pensar en un esquema en el cual la tasa de cambio nominal flote libremente y la tasa de interés nominal se eleve 10 puntos, de tal manera que se desacelere rápidamente el crecimiento del dinero nominal. Con rigidez en precios y salarios, ello redundaría en un estancamiento. *Ex-post* lo que se habría hecho sería mantener la dinámica del gasto público, revaluar la tasa de cambio real, elevar la tasa de interés y contraer al sector privado. Esto es, se habría decidido que la dinámica del gasto público es inconsistente con el cumplimiento simultáneo de (a) la meta de inflación y (b) la meta de crecimiento.

El giro que, desde un comienzo, le da Zarta a la discusión es interesante. Plantear que el gasto público tiene efectos sobre la dinámica de la inflación y que ésta es un eje importante de la política macroeconómica es -curiosamente- una argumentación poco usual en el país y, más aún, en el seno del sector oficial (gobierno, Banco Central).

Desde mediados de los ochentas, en efecto, el gobierno y el Banco de la República (BR) vienen analizando las principales cifras macroeconómicas bajo un esquema contable conocido como la "Programación Financiera" cuyas características fueron lúcidamente explicadas en la exposición de motivos de la Ley de Presupuesto para 1994 y cuyos resultados se presentan a la ciudadanía con el programa macro del CONPES.

El esquema, inspirado en el trabajo de muchos años en el FMI, ha sido extremadamente útil para el país, no solo por cuanto impone disciplina en la generación y lectura de las cifras, sino también por cuanto pone en "terreno común" la discusión sobre consistencia y sostenibilidad de los diferentes paquetes de política propuestos al interior del sector oficial.

Dentro del esquema básico, el déficit fiscal aparece como el elemento primordial en la discusión, ya que implica unos requisitos de financiamiento que deben ser generados por los demás sectores, sujetos todos ellos al cumplimiento de las metas fundamentales de la política económica.

El esquema tiene algunas limitantes que se hacen particularmente notorias en coyunturas de baja o nula probabilidad de crisis cambiaria. Si bien la relación entre déficit fiscal y balanza de pagos es analítica y empíricamente clara, el enlace entre déficit e inflación, de una parte, y entre déficit y crecimiento, de otra, no lo son tanto.

En otras palabras, el esquema contable, donde se privilegia el tamaño del déficit fiscal como variable de análisis para el examen de la consistencia de una y otra alternativa de política macro, fue útil cuando el país atravesó una situación difícil en el frente externo. Con abundancia de divisas y financiamiento, y con un énfasis en la inflación y el crecimiento -no las reservas internacionales- como meta central de la política económica, el sustento analítico y empírico del ejercicio convencionalmente efectuado, se hace débil.

Entre déficit e inflación media la idea de que aquel, en algún momento, se monetiza. Conceptualmente, esto puede ser correcto por el mismo tipo de razones de contabilidad intertemporal que exponíamos en el numeral anterior. Sin embargo, a nivel empírico, es difícil encontrar una idea tan refutada.

En efecto, la refutación empieza, en 1985, con el importante trabajo de King y Plosser<sup>1</sup>, de ninguna manera un par de Keynesianos, más bien lo contrario, dos de los más conservadores economista académicos del mundo. El trabajo utilizó series para Estados Unidos y otros países y encuentra "poca evidencia en el sentido de que los déficit fiscales tengan valor significativo en el pronóstico de la expansión monetaria presente y futura" (pg. 190)

Este trabajo generó varios más. Entre ellos, por su carácter de respuesta a autores que cuestionan el resultado anterior, sobre la base de una idea ligada al papel de la tasa de interés en el valor de la deuda pública, cabe resaltar el de Hafer y Hein<sup>2</sup>, quienes concluyen que "incorporando a nuestras ecuaciones las tasas de interés, valorando a precios de mercado, llegamos a la conclusión de que incrementos en en la deuda federal no causan tasas más altas de inflación" (pg.239)

Por último, pasando a los países menos desarrollados, está el trabajo de De Haan y Zelhorst<sup>3</sup>, el cual incluye a Colombia. Ellos llegan a la siguiente conclusión: "nuestros resultados no proveen mucho apoyo a la hipótesis de que los déficits fiscales tengan influencia sobre el crecimiento monetario". Valga subrayar que, para países de inflaciones altas (80% y más al año) sí encuentran que hay relación entre déficit e inflación.

1 King, R.G & C.I Plosser (1985) "Money, Deficits, and Inflation" *Carnegie Rochester Series on Public Policy* (Vol. 2, pgs 147-196). Valga decir que King y Plosser son dos importantes miembros de la escuela de Ciclos Económicos Reales, la escuela de análisis macro más conservadora de la academia.

2 Hafer, R.W & S.E Hein (1988) "Further Evidence on the Relationship Between Federal Government Debt and Inflation" *Economic Inquiry* (XXVI, pgs. 239-251).

3 De Haan, J. & D. Zelhorst (1990) "The Impact of Government Deficits on Money Growth in Developing Countries" *Journal of International Money and Finance* (Vol. 9; pgs. 445-469).

Lo anterior provee un contexto internacional a los lamentables resultados de regresiones convencionales que buscan, con cifras colombianas, probar la hipótesis de que más déficit, más monetización, más inflación. Tal y como ocurre en los casos reseñados, la evidencia favorable es nula. Concluyendo: el déficit fiscal y la inflación no tienen una relación clara ni analítica (debe mediar o su monetización o un extremado ingenio del modelador) ni empíricamente. Por tanto, no es apropiado referir de manera simplista el tamaño del déficit fiscal al logro de la meta inflacionaria.

¿Qué implicación tiene este tipo de resultados para la política macroeconómica? La versión menos seria plantearía que ello es prueba de que como subir el déficit no tiene efectos monetarios e inflacionarios claros, es plausible hacerlo sin mayor costo.

Este tipo de propuesta -que ha sido planteada en una u otra forma en el debate- tiene una falla importante. El déficit debe ser sostenible intertemporalmente y las cifras observadas cotidianamente dicen mucho acerca de dicho requisito. Definamos la relación entre deuda pública total y PIB como  $(D/Y)$ . Tomando su primera diferencial en el tiempo:

$$\frac{d\left[\frac{D}{Y}\right]}{dt} = \frac{\dot{D}}{Y} - \frac{D\dot{Y}}{Y^2}$$

es decir, la relación entre deuda y PIB cambia en el tiempo en una proporción que depende de la relación entre déficit fiscal y el producto del stock inicial y la tasa de crecimiento de la economía. Esto es, si -para simplificar- la relación inicial es 1.0 y la economía crece más rápido que la relación entre déficit y PIB, el saldo va bajando gradualmente de 1.0 (converge) pero si el déficit (como porcentaje del PIB) es más alto que la tasa de crecimiento, entonces la relación sube de 1.0 (no converge).

Hoy día la relación entre deuda y PIB es 0.35 aproximadamente; la tasa de crecimiento sostenible es -digamos- 5.5%. En tales circunstancias, la relación de déficit a PIB consistente con mantener el stock de la deuda es de 1.95%. Si se desea ir reduciendo el stock de la deuda pública gradualmente, digamos en 20 años, el déficit sostenible baja a menos de 1% del PIB.

Lo anterior es un estimativo simple de una parte de la política fiscal: qué se desea y/o qué se puede hacer con el stock de la deuda pública. Da una idea sobre las implicaciones de elevar o reducir el déficit fiscal partiendo de los niveles de 1%-2% del PIB considerados. Hace falta, ahora, la otra parte; lo que el gobierno quiere hacer con su composición en el tiempo. En ello deben influir consideraciones del siguiente tipo:

- (a) En Colombia, como en otros países, hay evidencia de que se presenta *crowding out* de la inversión privada, de tal forma que no conviene concentrar demasiado el gasto (conviene la suavización).
- (b) El gasto público revalúa en grado importante la tasa de cambio real restando competitividad al sector privado<sup>4</sup>.
- (c) El gasto público si influye sobre el proceso inflacionario<sup>5</sup>.

En conclusión, no es conveniente fijar la discusión del tamaño adecuado del déficit fiscal en términos de la meta de inflación. Este debate debe tener referencia a consideraciones de mediano y largo plazo (stock de deuda, PIB potencial) y debe surgir de las metas de crecimiento y de una evaluación del financiamiento disponible. Bajo estas consideraciones, llegamos a la conclusión de que en Colombia es aceptable un margen de entre 1% y 2% de déficit total. No es muy adecuado discutir, sobre la base de estimativos endeblés del comportamiento del sector privado y del sector financiero, una cifra de déficit consistente.

Más bien, la composición en el tiempo de esta restricción (1%-2% del PIB) debe partir del hecho de que hay amplia evidencia en el sentido de que el gasto público tiene efectos macroeconómicos perversos y que el recaudo tributario es incierto y revestido de ciclos.

### III. LAS TESIS DE ZARTA

Aunque yo creo que el trabajo de Zarta define adecuadamente el problema al ligar el comportamiento de la inflación con el gasto público, hay otras tesis contenidas allí que merecen análisis.

En sus palabras, algunos factores: "han conducido (..) a inducir un cambio permanente en el gasto público". Estos factores son, primero, la herencia de un expansionismo reciente y, segundo, el ajuste hacia un nuevo estado estacionario, ligado a un país más abierto.

El segundo punto controversial se refiere a la financiación del gasto, donde Zarta examina el efecto de la apertura sobre las finanzas públicas y el llamado "efecto portafolio" derivado de la expansión en la deuda interna no monetaria del gobierno.

---

4 En el trabajo más completo que se ha efectuado Herrera, S. (1989) "Determinantes de la Trayectoria de Tipo de Cambio Real en Colombia" (*ESPE*, No. 15) estima que la elasticidad de gasto real/PIB a tasa de cambio real es de alrededor de 0.5. Elevar el gasto (de administraciones públicas) en 20% real tiende a revaluar en 10% la tasa de cambio real. Estimativos no publicados efectuados más recientemente en el Banco de la República R sugieren que esta elasticidad puede ser menor, 0.2.

5 Ver Suescún, R. (1992) "Inflación y Devaluación como un Fenómeno Fiscal" *ESPE* (No. 22).

El primer punto empírico es que el gasto público tiene un componente permanente en Colombia. La evidencia empírica, contenida, por ejemplo en un trabajo que hice con Natalia Salazar<sup>6</sup>, es que este planteamiento es cierto: los choques exógenos tienden a exhibir persistencia. En la medida en que se cumpla la restricción intertemporal del gobierno, ello significa que el gasto "causa" ajustes posteriores en la estructura tributaria. Prueba simple de esto es la baja correlación empírica entre gasto público y déficit fiscal. Más que cualquier otra cosa, me parece que este punto constituye un elemento a favor de que ya va siendo hora de que los economistas colombianos identifiquemos la política fiscal con el gasto y no con el déficit.

Sin embargo, creo que es útil pensar en las implicaciones del resultado anterior para la política fiscal del futuro. ¿Será que la reciente expansión del gasto es inmodificable? No creo; el resultado de Salazar y mío no es inconsistente con la idea de que el ajuste fiscal futuro se puede producir con reducciones del gasto. Máxime si, como lo plantea el mismo Zarta, otro tipo de ajuste amenaza el cumplimiento de la meta inflacionaria. No creo que haya evidencia empírica a favor de que este nivel de gasto es inmodificable.

Ahora bien, ¿es deseable? Zarta es complaciente con la idea de que como en Colombia la relación es baja, se requiere subirla. Primero, creo que es necesario compararla con cifras homogéneas, al menos en dos frentes:

- (a) Paridad en el poder de compra
- (b) Canasta de gasto público

Los análisis teniendo en cuenta PPA, defendidos y estimados hoy día por el FMI han revelado hechos sorprendentes. Conviene empezar la discusión del tamaño relativo del gasto en Colombia, frente a otros países, con una corrección por este efecto. Para ello, un buen punto de partida es el célebre proyecto de Summers y Heston.

Segundo, no estoy convencido de que la discusión, sea útil haciendo abstracción de la composición de la canasta de gasto. Es más conveniente, con cifras comparables, plantear la argumentación en términos de rubros de la canasta y no del tamaño total de ésta.

---

6 Carrasquilla, A. & N. Salazar (1992) "La Naturaleza del Ajuste Fiscal en Colombia" *ESPE* (No.21.).

# INFLACION, TIPO DE CAMBIO REAL Y SUS DETERMINANTES

Alberto Corchuelo\*

## I. INDEXACION, INFLACION Y TIPO DE CAMBIO REAL

**E**n el simposio sobre el Mercado de Capitales del año pasado, Carrasquilla [Carrasquilla, 1992] llamaba la atención acerca del desplazamiento de las preocupaciones que el programa de apertura de la economía colombiana había creado. Centradas en un primer momento en los efectos sobre el crecimiento, la estabilización ha pasado a ocupar su lugar.

Pareciera existir hoy un consenso acerca de los efectos benéficos de la apertura sobre el crecimiento económico. De igual manera sobre la necesidad de lograr una estabilización macroeconómica. Sin embargo, algunos ven la estabilización como un medio para defender el tipo de cambio real, asegurar la competitividad, el crecimiento y el éxito de la apertura. Otros, por el contrario, entre ellos Carrasquilla, formulan el problema de una manera distinta. Si el objetivo de política es reducir la inflación, es necesario abandonar la defensa del tipo de cambio real (TCR).

Las preocupaciones sobre la estabilización tienen así una naturaleza distinta que se localiza en el plano de la defensa o no del TCR. Estas dos posiciones han desatado una pequeña y hasta divertida polémica [Uribe, 1993; Carrasquilla, 1993; Nail 1993], que arroja muchos interrogantes sobre el curso futuro de la tasa de inflación colombiana y de su tipo de cambio real.

---

\* Director Centro de Investigaciones y Documentación Socio Económico -CIDSE- Estas notas hacen parte de un trabajo que el autor está desarrollando conjuntamente con Alvaro Pio y John James Mora, estudiantes del Departamento de Economía de la Universidad del Valle.

En cierto grado, las experiencias de estabilización de México y Argentina han servido como referencia en esta polémica. Estos dos países muestran un extraordinario éxito en materia de estabilización, al alcanzar tasas de inflación de un dígito o cercanas a él mostrando una convergencia relativamente rápida a la tasa de inflación internacional. El control sobre presiones de demanda, a través de la eliminación del déficit fiscal, así como la contención de la devaluación y del ritmo de crecimiento de los salarios nominales, han sido los instrumentos básicos de las políticas de estabilización de estos dos países.

Pero, simultáneamente, el éxito del programa de estabilización ha tenido en estos dos países un costo en términos del tipo de cambio real, advirtiéndose una notable revaluación. Su contrapartida ha sido un gran déficit en cuenta corriente -que alcanza elevados niveles- expresión de un lento crecimiento de las exportaciones y de una aceleración en la demanda de importaciones.

Es claro entonces que, tanto en México como en Argentina, la reducción de la inflación interna a niveles cercanos a la internacional ha sido el gran objetivo de la política económica mediante la utilización del tipo de cambio nominal como ancla. Lo que muestra la experiencia de estos dos países es que este éxito, a pesar de los grandes esfuerzos para contraer el déficit fiscal, el gasto público y los salarios reales, tiene necesariamente como respuesta una severa y hasta peligrosa caída del TCR.

La revaluación del TCR de México ya había sido advertida y vaticinada por Edwards [Edwards, 1992]. Con base en el modelo por él desarrollado, mostraba cómo, hasta 1990, el grado de indexación de la economía mexicana aún se mantenía en altos niveles, a pesar de la práctica de estabilización del tipo de cambio nominal y del pacto social sobre precios y salarios. Bajo estas condiciones, continuar con la política de tipo de cambio fijo, como efectivamente se hizo, llevaría a una creciente revaluación, tal como ha acontecido. De la experiencia de México se puede deducir que minimizar el efecto revaluacionista que entraña la utilización del tipo de cambio como ancla, requiere de una gran desindexación de los salarios y que no basta la reducción de las presiones de demanda.

El modelo de estabilización colombiano parece acercarse al de estos dos países. Catalogada como la economía con el más largo período de inflación moderada y que ha tomado la inflación como "un modo de vida" [Dornbusch, Fischer, 1992], el objetivo de la política económica actual es la de combatir la inflación o, como expresaba el Ministro de Hacienda, "quebrarle el espinazo".

¿Qué significa esta horrible pero expresiva frase? Si aceptamos que la inflación colombiana tiene un alto grado de inercia, y la evidencia parece respaldar esta apreciación, "romper el espinazo" no es más que reducir los grados de "indexación" del tipo de cambio y de los salarios [Edwards, 1992 ; Dornbusch, Fischer, 1992] y con ello quebrar el carácter estructural de la inflación y los factores que mantienen la inflación moderada.

Si la inercia inflacionaria se concibe a su vez como un mecanismo de solución del conflicto distributivo, como expresión de un pacto social, de una concertación explícita o no [Amadeo, Camargo, 1990], el carácter moderado de la inflación colombiana, su estabilidad, su estacionalidad, refleja entonces la existencia de un pacto dentro del cual los distintos agentes sociales y las autoridades se comprometen a reajustar sus contratos dentro de ciertos límites.

Retomando a Carrasquilla, lo que en últimas propone este autor para combatir efectivamente la inflación, "quebrarle el espinazo", es romper el pacto. Es decir, romper con el modelo ecléctico, pragmático, moderado y prudente que ha caracterizado a la economía colombiana y que, para muchos, ha sido la base de su éxito, al menos de su estabilidad. Al decir de Carrasquilla, este modelo de estabilización se agotó así como se agotó el viejo modelo proteccionista. Sin embargo, no es muy claro el significado de "agotamiento". Es cierto que si se trata de combatir la inflación moderada es necesario entrar en un nuevo pacto. Lo que se agota es entonces el pacto asociado con la inflación moderada.

Si se trata de combatir la inflación moderada, la utilización del tipo de cambio nominal como ancla y la reducción al máximo de los grados de indexación de los salarios resultan claves. Bajo estos mecanismos se hace posible, dadas ciertas presiones de demanda, que la inflación interna tienda a convergir hacia la internacional dentro de un plazo relativamente corto. En este tránsito hacia la convergencia, el tipo de cambio real sufre cierto grado de revaluación. Lo que impide alcanzarla e induce un mayor grado de revaluación, abriendo las puertas de una crisis, es la rigidez en los grados de indexación de los salarios -tal como sucedió en Chile durante la primera fase del modelo neoliberal [Edwards, Cox, 1992]- y las presiones de demanda. El nuevo pacto requiere entonces que los agentes económicos acepten una revaluación y una reducción en los salarios reales. Las autoridades, por su parte, se comprometen a mantener una férrea disciplina fiscal y monetaria.

## 2. EL MODELO COLOMBIANO PRE-APERTURA

De acuerdo con el modelo de Edwards, el comportamiento del TCR en el corto plazo, dados los precios internacionales y las presiones de demanda, está determinado por los grados de indexación del salario ( $\tau$ ) y del tipo de cambio ( $\phi$ ). Habrá una tendencia hacia la revaluación del TCR cuando el grado de indexación del salario supere al del tipo de cambio y hacia la devaluación en el caso contrario. Simultáneamente, el salario real tenderá a incrementarse o a reducirse.

Mientras tanto, uno de estos grados debe ser inferior a uno para asegurar la estacionalidad de la inflación y su carácter moderado. De esta forma, en el caso colombiano, la estacionalidad de la inflación debe corresponderse con oscilaciones asimétricas del tipo de cambio real y de los salarios reales.

Carrasquilla, siguiendo el modelo de Edwards, demuestra la existencia de un alto grado de indexación. Así, nuestra inflación es fundamentalmente inercial y su control, dentro de ciertos límites, debe asociarse con los grados de indexación del tipo de cambio nominal y del salario.

Siguiendo a Carrasquilla, el tipo de cambio nominal ha servido como instrumento de control de la inflación o de su aceleración, afectando el comportamiento del TCR. Aunque Carrasquilla no hace referencia a la influencia del coeficiente de indexación de salarios, se puede deducir también que las fluctuaciones del tipo de cambio real han estado asociadas al comportamiento de  $\phi$ . Si los comportamientos de los coeficientes de indexación son asimétricos, no sería extraño encontrar una relación inversa entre el tipo de cambio real y los salarios reales [Herrera, 1992].

¿Qué factores determinan a  $\phi$  y a  $\tau$ ? Se puede postular, como lo hace Carrasquilla, que  $\phi$  se comporta según la inflación. Si ésta se acelera y supera ciertos niveles,  $\phi$  se reduce. Con inflaciones bajas sucede lo contrario. Sin embargo, este comportamiento poco nos dice sobre el poder de la devaluación sobre la tasa de inflación. En una economía abierta en donde se supone opera la ley de un solo precio sobre los bienes transables, es clara la influencia de la devaluación sobre la variación de los precios de estos bienes y, por esta vía, sobre la inflación. Pero en una economía semiabierta ello no opera así. En este caso, la devaluación puede o no transmitirse por completo a los precios internos de los bienes que compiten con las importaciones.

Puede postularse más bien que los precios de los transables están determinados por el poder de transmisión de la variación de los costos unitarios de producción a los precios y por las posibilidades de incrementar el margen de ganancia. Este poder está asociado, a su vez, al grado de utilización de la capacidad instalada. La devaluación, por su incidencia directa sobre los costos de producción de los transables, e indirecta sobre los márgenes de ganancia<sup>1</sup>, afectará los precios en mayor o menor medida dependiendo de los grados de utilización de la capacidad instalada.

De acuerdo con lo anterior, a más bajo grado de utilización existe una menor capacidad de transmitir los costos de una devaluación y de incrementar los márgenes (Ocampo, 1991). De igual manera, si el grado de utilización es alto, la devaluación tenderá a ejercer un efecto muy intenso sobre la inflación (Correa, Escobar, 1990).

El comportamiento del coeficiente de salarios puede formularse al estilo de Dornbusch y Fischer:

$$W = \Pi_{-1} - \beta U$$

<sup>1</sup> La influencia de la devaluación sobre los márgenes de ganancia se presenta a través del efecto del tipo de cambio real sobre estos márgenes. Un tipo de cambio real más elevado, otorga una mayor protección y posibilita un mayor margen.

En donde,  $W$  es la variación del salario nominal en el año  $t$ ,  $\pi_{-1}$  la tasa de inflación rezagada y  $U$  la tasa de desempleo. En la función de salarios pueden incorporarse otras variables que afectan el grado de indexación, como las consideradas por Amadeo y Camargo: diferencias entre el salario efectivo y el deseado, factores institucionales, grado de concentración y grado de apertura de la economía. Todos estos factores, conjuntamente con la tasa de desempleo, afectan el poder de negociación de los trabajadores. En general, las investigaciones de Reyes [Reyes, 1986], muestran un patrón de comportamiento del salario nominal semejante al de la ecuación señalada.

De acuerdo con esta ecuación, el grado de indexación con respecto a la inflación pasada se ve afectado (negativamente) por la tasa de desempleo. Se deduce entonces que cuando las tasas de desempleo son elevadas, el grado de indexación de los salarios tiende a caer.

Si la economía se encuentra con un bajo grado de utilización de la capacidad y un alto desempleo, una aceleración en la tasa de devaluación tendrá un moderado impacto sobre la tasa de inflación interna. De una parte, el poder de transmisión de los costos a precios y de incrementos en los márgenes de la devaluación es reducido. De otra, bajo estas condiciones, el grado de indexación del salario tiende a reducirse. El resultado será una devaluación real relativamente alta, una leve aceleración de la tasa de inflación y una caída, no muy intensa, del salario real.

Bajo estas circunstancias, el grado de indexación del tipo de cambio es superior al del salario<sup>2</sup>.

Siguiendo con la misma argumentación, los períodos de alta inflación deben corresponderse con situaciones cercanas al pleno empleo. Si simultáneamente hay presiones de demanda -gasto público, endeudamiento externo, etc.- el control en el ritmo de inflación sobrevendrá de una desaceleración en el ritmo de devaluación. Habrá entonces una tendencia hacia la revaluación del tipo de cambio real y un incremento de los salarios reales. En este caso, el grado de indexación del salario supera el del tipo de cambio.

En los dos casos, ya sea  $\phi$  o  $\tau$  mantienen valores inferiores a uno, con lo cual se asegura la estacionalidad de la inflación dentro de ciertos límites.

Los comportamientos de la tasa de inflación en Colombia, así como del salario y del tipo de cambio real de corto plazo, parecen obedecer a las relaciones anteriores. Así, por ejemplo, durante el período 1972-1992, la media de la tasa de inflación fue del 24%, la media de la tasa de devaluación del 19% y la media de la tasa de variación del salario nominal (mínimo) del 25%. Si la media de la tasa

2 Dornbusch desarrolla un modelo de estas características. Aquí se supone que la variación de los precios internos como consecuencia de la devaluación no es muy intenso. Esto permite que el salario real, en términos de los importables, calga significativamente, pero no en términos de los precios internos. Véase (Dornbusch, 1981).

de inflación internacional fue del 5%, los grados de indexación del salario y del tipo de cambio fueron, en promedio, similares. Mientras tanto, la media del tipo de cambio real con base 1975, fue del orden de 100.1. Nadie perdió y nadie ganó. La media del 24% sugiere un fiel cumplimiento del pacto.

### 3. LOS DILEMAS DE POLITICA ECONOMICA Y EL NUEVO PACTO

Como se señaló atrás, aparentemente, el gran propósito de política de las autoridades monetarias, es el de combatir la inflación moderada. Lo acontecido tanto con el ritmo de inflación como con el tipo de cambio real en el período 1991-1993 señalaría que aunque lentamente, se está alcanzando dicho objetivo.

Sin embargo, no es claro que la desindexación del tipo de cambio obedezca a este tipo de política. Si bien éste está siendo utilizado como control de la inflación, ello responde más a una acción compensatoria de los efectos inflacionarios derivados de las presiones de demanda ejercidas, en un principio por el flujo de capitales y, posteriormente, por el gasto público. En este sentido, seguimos dentro del marco del viejo modelo de estabilización.

De otra parte, sería ingenuo que las autoridades cambiarias utilizaran el tipo de cambio como ancla cuando, simultáneamente, los grados de indexación del salario se mantiene en niveles elevados. Un estimativo de los grados de indexación del tipo de cambio y del salario, aparece en el Cuadro 1. Aunque en el año de 1991 la indexación del salario mostró una ligera reducción, posteriormente se incrementó hasta alcanzar un nivel igual a uno. Entonces, si bien no se está defendiendo el tipo de cambio real, tampoco se está actuando para combatir las raíces de la inflación moderada. Seguimos en el viejo pacto.

**Cuadro 1: Grados de indexación del tipo de cambio y del salario**

Año	Tipo de cambio	Salario
1991	0.39	0.81
1992	0.64	0.97
1993	0.71	1.0

Nota: Los grados de indexación del tipo de cambio se estimaron en relación con el diferencial entre la variación de los precios al consumidor del año anterior y la inflación externa (5%). El del salario, con relación a la inflación rezagada.

Utilizando un modelo sencillo de Edwards (Edwards, Cox, 1992), se realizó un ejercicio de simulación para estimar las contribuciones a la reducción de la tasa de inflación de la indexación del tipo de cambio y del salario y de las presiones de demanda en los años 1991, 1992, 1993. Los resultados de este sencillo ejercicio aparecen en el Cuadro 2. Lo que muestran es que en el año 1991 tanto el tipo de cambio como salario actuaron para compensar las presiones de demanda derivadas del flujo de capitales. Posteriormente, si bien estas presiones se redujeron, continuaron actuando sobre la inflación, y el gasto público, mientras el tipo de cambio asumía toda la responsabilidad.

**Cuadro 2: Simulaciones de contribuciones a la reducción de la tasa de inflación (%)**

Año	1991	1992	1993
Tipo de cambio	12.5	-6.2	-5.3
Salarios	- 1.3	1.2	0
Presiones de Demanda	9.0	3.3	2.2
Total	-5.0	-1.7	-3.1

**Fuente:** Simulaciones con base en el modelo de Edwards. Se asumieron ciertos valores de elasticidades de oferta y demanda de bienes no transables. Se supuso una inflación internacional del 5%.

La conclusión es clara. Tanto las presiones de demanda como los grados de indexación de los salarios impiden romper con los factores inerciales de la inflación. Mientras tanto, el tipo de cambio actúa como factor compensatorio, con una tendencia hacia la revaluación.

Sin embargo, de acuerdo con la definición del TCR utilizada por el Banco de la República, no se advierte una clara tendencia hacia la revaluación. Por el contrario, puede esperarse que este TCR se mantenga constante e incluso se incremente levemente en el presente año. Lo anterior obedece básicamente al hecho de que la ley de un solo precio sobre los transables está operando en la economía colombiana. Es decir, dentro del proceso de apertura, el índice de precios al por mayor, constituido fundamentalmente por bienes transables, varía de acuerdo con la tasa de devaluación, dados los precios internacionales. En estas circunstancias, si los precios internacionales no se modifican, la tasa de devaluación es igual a la variación de los precios de los transables y el TCR, medido como lo hace el Banco, se mantiene constante. Incluso, si el tipo de cambio nominal se mantuviera fijo, el TCR también lo haría.

Lo anterior, naturalmente, no refleja las condiciones de competitividad de la economía. El hecho es que bajo las actuales circunstancias, el salario real en términos de los bienes transables se ha incrementado sustancialmente reduciendo rentabilidad. Mientras tanto, el salario real, en términos de los no transables, se ha reducido. De esta forma, el TCR medido por la relación entre precios de los transables y precios de no transables, se ha revaluado intensamente, ocasionando serios efectos sobre la balanza comercial y sobre el proceso interno de asignación de recursos.

Lo que se deduce del actual comportamiento del TCR es la inconveniencia de utilizar el tipo de cambio como ancla en tanto persistan las presiones de demanda y de indexación de los salarios. Pero todas estas circunstancias muestran también la gran descoordinación y la falta de claridad de objetivos entre los distintos agentes económicos. En tanto la Junta Directiva del Banco de la República autoridad monetaria y cambiaria, pretende combatir la inflación, el Ministerio de Hacienda, autoridad fiscal, presiona la demanda a través del gasto público. Los empresarios y trabajadores por su parte, sostienen grados de indexación incompatibles con los objetivos de defender el TCR y de combatir la inflación. Pareciera, tal vez con toda razón, que estos agentes no tienen credibilidad en las acciones del banco y menos en las del gobierno. La necesidad de un nuevo pacto orientado a combatir la inflación moderada salta a la vista.

La meta de inflación del 19% que se han propuesto las autoridades monetarias para el año de 1994, es bien factible de alcanzar dentro de los actuales grados de indexación del tipo de cambio y de los salarios, siempre y cuando las presiones de demanda dejen de actuar. Sin embargo, bajo estas condiciones, el TCR continuará revaluándose. Tan sólo una concertación entre autoridades monetarias, fiscales y agentes económicos -empresarios y trabajadores- posibilitaría una revaluación menos acentuada y una reducción más significativa de la tasa de inflación.

Sin embargo, en tanto subsista la sospecha por parte de estos agentes de encontrar un "free-rider" en el proceso de reducción en la tasa de inflación, bien colectivo, tal concertación no será posible. Existe el temor de que tal vez el único medio para resolver este conflicto sea un gran desequilibrio externo. Pero todos confían en el milagro de Cusiana.

### Cuadro 3

#### Colombia- Indicadores de indexación (%)

Año	PC	PM	PE	PC-PE	PM-PE	d	W	TCR
1989	26.1	25.6	5		21.1	20.6		7.5
1990	32.4	29.9	5	27.4	24.9	31.2	26	11.3
1991	26.8	23.1	5	21.8	18.1	10.8	26.1	9.1
1992	25.1	17.9	5	20.1	12.9	14.0	26	-2.1
1993e	22.0	13.5	5	17.0	9	13.5	25	?
1994p	19.0	12.0	5	14.0	7	12.0	22	?

**Notas:**

PC=	variación precios consumidor;
PM=	variación precios por mayor;
PE=	inflación externa;
PC-PE, PM-PE=	diferenciales de inflación;
d=	tasa de devaluación;
W=	variación del salario mínimo;
TCR=	variación del tipo de cambio real según definición del Banco.
e=	estimado;
p=	proyectado.

**BIBLIOGRAFIA**

AMADEO E.; Camargo, J.M. (1990). "Shocks Heterodoxos y Concertación Social" en Lora E. (Editor), *Inflación y Estabilización en América Latina, Tercer Mundo*, Bogotá.

CARRASQUILLA ALBERTO, (1992). "Estabilización Macroeconómica y Tasas del Interés en Colombia: Se Agotó otro Modelo?", en Martínez, A. (Edit.) *Apertura Dos Años Después*, Asociación Bancaria.

(1993). "Al Pan Pan y al Vino Vino", *Estrategia Económica*, julio.

CORREA, P. Escobar J. (1990). "Radiografía de la Inflación Actual", *Coyuntura Económica*, junio.

DORNBUSCH, R. (1981). *Macroeconomía en Economías Abiertas*, Barcelona.

FISCHER, S. (1992). "Inflación Moderada", *Ensayos sobre Política Económica*, N° 21.

EDWARDS, Sebastián, (1992). "La Tasa de Cambio como ancla Nominal", *Ensayos sobre Política Económica*, N° 22.

COX Alejandra, (1992). *Monetarismo y Liberalización, el Experimento Chileno*, F.C.E., México.

HERRERA, Santiago, (1992). "Salario Real, País Real", *Estrategia Económica*, noviembre.

(1992). "Qué tan Grande es el Desequilibrio Cambiario en Colombia", *Ensayos sobre Política Económica*, N° 20.

NAIL, A. (1993). "Dragones y Hamburguesas", *Estrategia Económica*, junio.

OCAMPO, J.A. (1991). "Trade Policy and Industrialization in Colombia, 1967-1991", Wider Conference.

REYES, A. (1987) "Ingresos Laborales y Empleo", en Ocampo, J.A., Ramírez, M. (Edit.) *El Problema Laboral Colombiano*, Contraloría General de la República, Bogotá.

URIBE, J.D. (1993). "Cómo Vamos...Vamos Bien?" *Estrategia Económica*, mayo.

# INVERSION PRIVADA Y MERCADO DE CAPITALES

Santiago Gutiérrez\*

*"Un hombre a quién se consideraba muerto fue llevado por sus amigos para ser enterrado. Cuando el féretro estaba a punto de ser introducido en la tumba, el hombre revivió inopinadamente y comenzó a golpear la tapa del féretro. Abrieron el féretro y el hombre se incorporó: "¿Qué estáis haciendo?", dijo a los sorprendidos asistentes. "estoy vivo, no he muerto". Sus palabras fueron acogidas con un asombrado silencio. Al fin, uno de los deudos acertó a hablar: "Amigo, tanto los médicos como los sacerdotes han certificado que habías muerto. Y ¿cómo van a haberse equivocado los expertos? Así pues, volvieron a atornillar la tapa del féretro y lo enterraron debidamente".*

## I. INTRODUCCION

La literatura técnica colombiana sobre el papel que juegan los mercados de capitales en la inversión parece ir en contravía de la evidencia. Como funciones básicas del mercado de capitales se han señalado las de canalizar recursos para la inversión, asignar precios a los diferentes riesgos, diversificar riesgos y facilitar la obtención de portafolios deseados y transformar plazos<sup>1</sup> y en la mayoría de los trabajos conceptuales sobre mercado de capitales -crédito de largo plazo y acciones - se señala la transformación del ahorro en inversión como su función principal. Sin embargo, paralelamente los trabajos econométricos sobre el tema muestran cómo la demanda, bajo una multiplicidad de formas, es

---

\* Gerente de Planeación del Instituto de Fomento Industrial. Las opiniones expresadas en este trabajo no reflejan las de esa entidad ni la comprometen y son de exclusiva responsabilidad del autor.

<sup>1</sup> Véase por ejemplo, Banco de la República (1991).

casi por sí sola la fuerza que determina el comportamiento de la inversión y muestran cómo otras variables relacionadas con el proceso de financiación, no tienen ninguna relevancia estadística en su determinación.

La solución a este tipo de paradojas no es exclusivamente un ejercicio de interés académico. En un período en el cual la orientación del gobierno hace mayor énfasis en la necesidad de reducir su participación en la actividad productiva, se requiere cada vez más afinar la comprensión del comportamiento y de los determinantes de la inversión privada.

En este trabajo se pretende replantear la discusión sobre los procesos de inversión proponiendo el rescate de una función activa para los mercados de capitales en la formación de la inversión privada.

En último término, haciendo referencia al epígrafe, se estaría tratando de evitar que por diagnósticos anteriores se de sepultura a una relación a la cual la evidencia parece otorgar claras señales de vida.

En tal sentido, en la primera sección se muestran algunos hechos que caracterizan el desenvolvimiento de la inversión en Colombia para el período 1950-1990, y recoge las conclusiones de algunos de los trabajos realizados sobre esta materia. En la misma sección se señala la falla que, en el parecer del autor, se constituye en el problema fundamental de todos ellos.

En una segunda sección se presenta alguna evidencia econométrica sobre la relación entre la volatilidad del mercado de capitales y la inversión privada. Finalmente, en la tercera sección se expande el modelo teórico para resolver algunos de los problemas de las estimaciones obtenidas en la segunda sección y que permitiría replantear el estudio de los determinantes de la inversión privada.

## **II. HECHOS ESTILIZADOS**

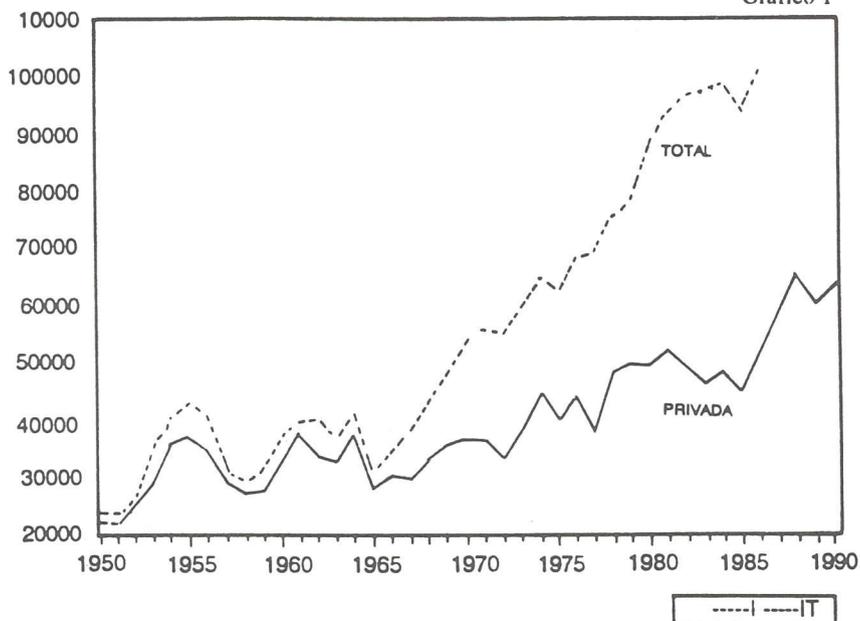
En los próximos párrafos se allegan algunos datos que caracterizan el comportamiento de la inversión privada y su relación con la economía en general.

Una primera característica que aparece al observar las series de la inversión privada es la de su debilitamiento progresivo. Los Gráficos 1 y 2 muestran la permanente caída de la inversión privada frente a la inversión total y el PIB a partir de 1965 y hasta 1990. De los gráficos también resulta evidente que en buena medida durante el período en mención, la inversión fue realizada por el sector público.

Para caracterizar las relaciones mutuas entre la inversión privada y el PIB se adelantó un ejercicio que permite estudiar el comovimiento de las innovaciones

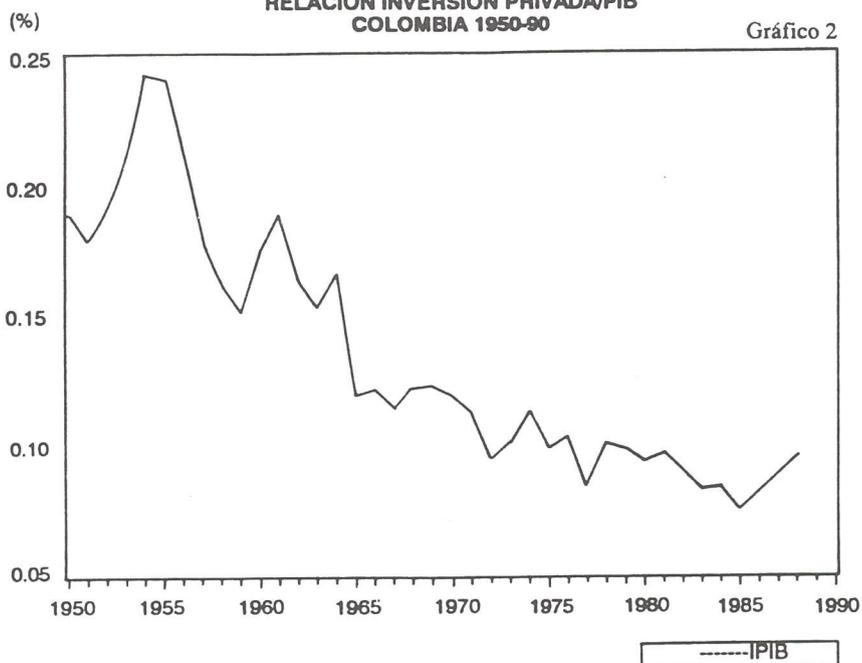
### INVERSION TOTAL E INVERSION PRIVADA COLOMBIA 1950-90

Gráfico 1



### RELACION INVERSION PRIVADA/PIB COLOMBIA 1950-90

Gráfico 2



de ambas series. Para ello se descompusieron las dos series en un componente permanente, que se mueve lentamente a través del tiempo, ésto es su tendencia y un componente cíclico. La parte de tendencia se obtuvo buscando el modelo ARIMA que mejor se ajustara a la serie de logaritmos de las variables. Para el PIB se encontró la mejor especificación con un modelo,

$$\Delta y = 0.476 + 0.391 \Delta y_{t-1} - 0.1615 \Delta y_{t-3} - 0.326 \Delta y_{t-11} - 0.854 \epsilon_{t-11} + \epsilon_t$$

Donde  $\Delta y$  es la serie de primeras diferencias del logaritmo del PIB real y  $\epsilon$  es ruido blanco.

Por su parte, para la inversión el modelo estimado es,

$$\Delta i = 0.026 - 0.274 \Delta i_{t-3} - 0.391 \Delta i_{t-4} + 0.892 \epsilon_{t-14} + \epsilon_t$$

Donde  $\Delta i$  es la serie de primeras diferencias del logaritmo de la inversión privada en términos reales.

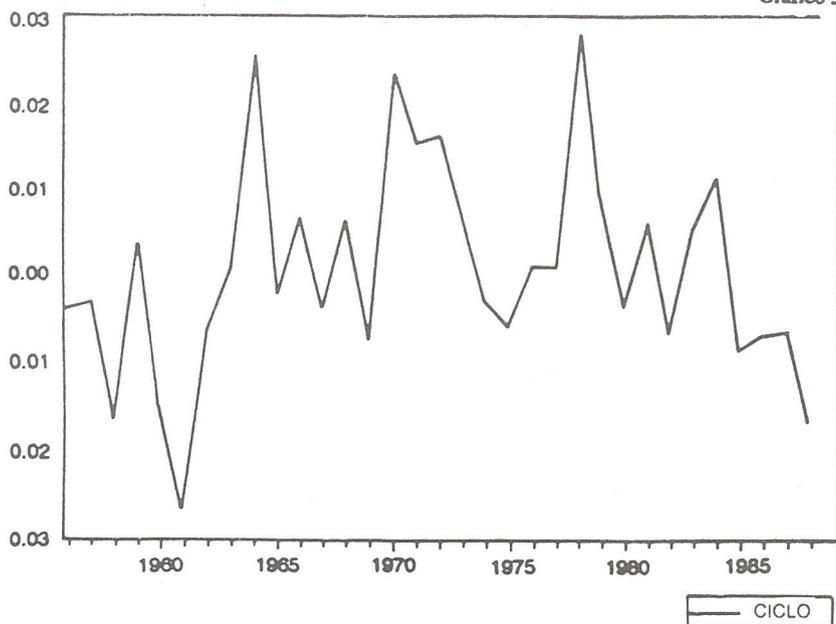
Los residuos de las ecuaciones anteriores se pueden interpretar entonces como el componente cíclico de las series. Estos resultados se observan en los Gráficos 3 y 4. Se puede notar fácilmente que éstos no coinciden completamente con otras medidas más usuales del ciclo, como lo puede ser la tasa de crecimiento del PIB real. Esta diferencia se puede observar sin dificultad en los años de 1975 y 1981 en el Gráfico 3. Un dibujo de tasas de crecimiento del PIB real mostraría una recesión muy aguda en 1981 y una leve desaceleración del crecimiento en 1975. La descomposición que se presenta aquí muestra, en cambio que por efecto posiblemente de los desajustes generados por las "bonanzas" de 1974-5, el PIB de 1975 tuvo una caída frente a la tendencia supremamente marcada, esto es, que el PIB de ese año debería haber sido bastante más elevado.

También es importante notar que la estructura de rezagos del PIB y de la inversión en los modelos ARIMA no es necesariamente obvia. Así, el valor actual estimado para estas variables no depende solamente de los rezagos de años inmediatamente anteriores, sino que incluyen efectos de períodos lejanos en el pasado. El PIB, por ejemplo, parecería estar influenciado de alguna manera por datos de toda la década.

Cuando se comparan los componentes cíclicos del PIB y de la inversión privada se advierte la gran volatilidad de los segundos frente a los primeros. Este hecho permite suponer, de una parte, que si la autoridad económica tiene como uno de los objetivos principales de política el de la estabilización de los ciclos

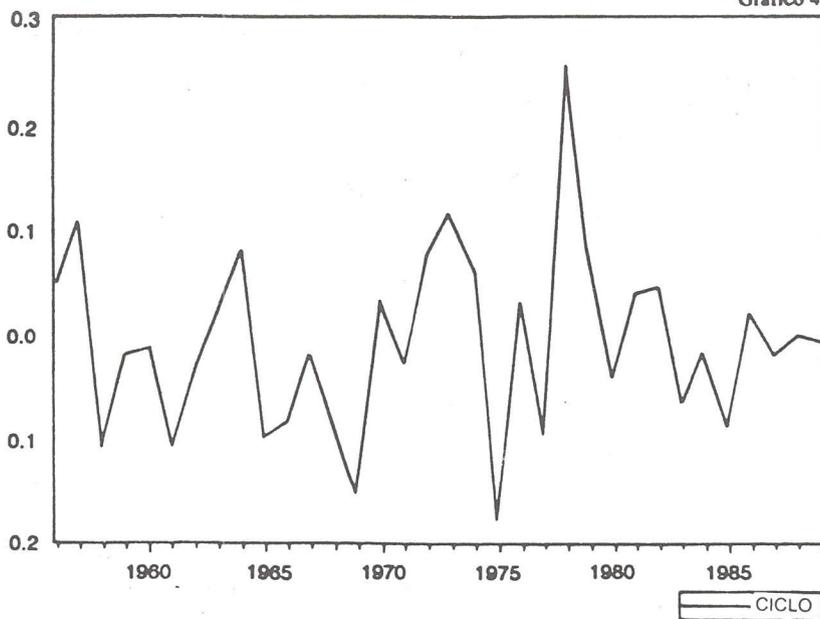
COMPONENTE CICLICO DE LA INV. PRIVADA 1956-89

Gráfico 3



COMPONENTE CICLICO DEL PIB 1956-89

Gráfico 4



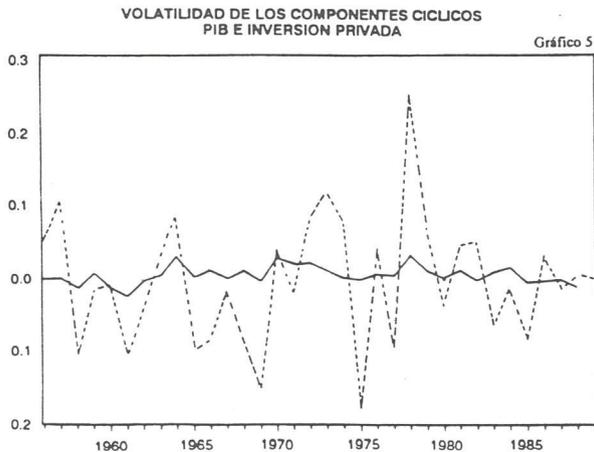
económicos, sería deseable estabilizar el crecimiento de la inversión, uno de sus componentes importantes. De otra parte, esta volatilidad es en sí misma una característica, que debería aparecer de manera clara en cualquier modelo que trate de explicar los comovimientos entre ambas variables.

Finalmente, para encontrar la relación entre las innovaciones en el PIB y el comportamiento de la inversión privada, se realizó una regresión simple entre los ciclos de las dos variables con diferentes rezagos cuyos resultados se reportan en el Cuadro 1.

**Cuadro No.1**

Comovimiento del PIB y la inversión privada Correlaciones entre innovaciones						
Innovaciones del PIB en el período t=:						
-3	-2	-1	0	1	2	3
Innovaciones en la inversión privada en $t = 0$						
.053	.083	.048	.270	.013	.007	.059

El cuadro muestra los coeficientes de correlación de la regresión entre las dos variables en períodos diferentes. Estos indican una relación contemporánea de alguna importancia (.27) entre innovaciones del PIB e innovaciones de la inversión privada, relación que no existe con observaciones pasadas o futuras de la misma variable. Con estos datos se podría afirmar que las innovaciones en el PIB se traducen en variaciones en la inversión en el mismo año. El coeficiente de la regresión entre los valores contemporáneos de las dos variables es de 3.74 y se puede asimilar a una elasticidad. Así, la inversión responde cambiando en 374% a choque inicial producido en el PIB. Este hecho coincide con la marcada volatilidad observada en el Gráfico 5.



DETERMINANTES DE LA INVERSION PRIVADA  
ESTIMACIONES RECIENTES

CUADRO 2

OCAMPO  
DATOS 1950 - 1980

	CONSTAN	VARIAC		K(-1)	PRECIO	LIQUIDEZ	TASA INT	RESTA	
		PIB	PIB		REL 1	M1/PIB	REAL	IMPO	R2
MAQUINARIA Y EQUIPO									
MILL PESOS DE 1970	-1068.4	0.003		0.180	-89200			-1.500	94.0
DESV PIB FRENTE A TEND	18.4	0.160			-0100			-1.720	79.2
CONSTRUCCION PRIVADA									
MILL PESOS DEL 1970	-2629.0	0.030	0.150			377.900			94.7
DESV PIB FRENTE A TEND 3.3	3.3	0.130			-0.050	0.540			84.6
	13.4	0.005			-0.070		-0.050		73.5

FAINBOIM

DATOS 1950-1987

	CONSTAN	(1)	(2)	SALARIO REAL	PIB	IMPCRTAC		RECURSO PROPIOS	CREDITO		
		USO	USO			LIBRE	CONTROL		MI	M3	R2
		CAPITA	CAPITAL								
I PRIVADA	4.078	-0258		0.702	0.236	0.103					93.2
	4.380		-0303	0.655	0.225	0.098					92.3

CUADRO 2

(Cont.) LO QUE SABIAMOS DETERMINANTES DE LA INVERSION PRIVADA
RESTRICCIONES DE RECURSOS
DIVISAS COMO VARIABLE DICOTOMA, AFECTA INVERSION INDUSTRIAL Y EN MAQ Y EQ COMO VARIABLE DICOTOMA, AFECTA PROPENSION MEDIA A INVERTIR EN MAQ COMO %REGISTROS DE LIC.PREVIA APROBADOS, NO SIGNIFICATIVO
LIQUIDEZ M1/PIB SOLO AFECTA INV EN CONSTRUCCION PRIVADA DESV AHORRO PRIVADO FRENTE A TEND. SOLO AFECTA CONSTRUCCION DE VI CREDITO A INDUSTRIA SIGNIFICATIVO (RUBIO,CHICA) CREDITO A INDUSTRIA NO SIGNIFICATIVO (CHICA, OTROS) CREDITO HIPOTECARIO DETERMINA CONSTRUCCION DE VIVIENDA (MARTINEZ) CREDITO HIPOTECARIO NO DETERMINA CONSTRUCCION DE VIVIENDA (CARRIZ)
RECURSOS PROPIOS FONDOS INTERNOS AFECTAN INVERSION INDUSTRIAL
CONCLUSION DEMANDA PRINCIPAL DETERMINANTE DE INVERSION, SEGUIDO DE SALARIO RE LA TASA DE INTERES NO ES DETERMINANTE

FUENTE: OCAMPO ET AL(1985), FAINBOIM (1990)

### III. DETERMINANTES DE LA INVERSION PRIVADA EN COLOMBIA: LO QUE SABIAMOS.

El cuadro 2 muestra un resumen de las principales conclusiones a las que habían llegado los estudios de determinantes de la inversión en Colombia. Versiones precisas y amplias de revisión de esta literatura están en Ocampo et al(1985) y Fainboim (1990).

Los determinantes de la inversión en aquellas investigaciones se pueden agrupar en cinco categorías: La demanda, las tasas de interés, los precios relativos, el salario real, y las restricciones de recursos.

Al recorrer los trabajos sobre inversión en Colombia, se advierte que la demanda, bien bajo la forma de modelos de acelerador o con algunas variaciones, es por sí sola el determinante más importante. El papel de las tasas de intereses es, en cambio, bastante menor cuando no inexistente. Solamente un trabajo, Rubio(1984) muestra la tasa de interés como determinante de la inversión industrial y otro, Carrizosa, muestra la tasa de interés como determinante de la construcción privada. En general, los demás estudios señalan que la tasa de interés no es importante como determinante de la inversión.

Sobre los precios relativos se reportan resultados encontrados, pero en general, se puede concluir que ellos tienen alguna importancia como determinantes de la inversión. Por su parte, los salarios reales, que son el precio del insumo complementario a la formación de capital, parece tener según los resultados de las investigaciones reseñadas, efecto de sustitución entre clases de bienes de capital utilizados más que el nivel mismo de la inversión.

Finalmente, se pueden mencionar las restricciones de recursos dentro de las cuales se encuentran las impuestas por la carencia de divisas, las de liquidez y las de recursos propios. La carencia de divisas es, al parecer, importante en la determinación de la inversión en maquinaria y equipo, aunque los períodos de abundancia de ellas no se caracterizan por una mayor inversión. La liquidez y el crédito, variables relacionadas con el mercado de capitales, parecen en términos generales no tener una gran influencia sobre la inversión.

No obstante la aparición esporádica de unos u otros determinantes, se puede afirmar que trabajos previos en 1975 sobre este tema en Colombia señalan que la demanda y luego los salarios reales son los principales determinantes de la inversión en Colombia, mientras que variables típicamente asociadas con el mercado de capitales como son la disponibilidad de crédito y las tasas de interés no lo son.

Dos trabajos recientes sobre inversión presentan una aproximación metodológica en alguna medida diferente a los anteriores pero, en líneas generales, resultados similares a los ya bosquejados. Ocampo, Londoño y Villar (1985) además de presentar una importante recapitulación de la literatura sobre los determinantes de la inversión privada en Colombia, encuentran que la tasa de interés real y la liquidez son solamente importantes en las inversiones en construcción privada.

El segundo trabajo Fainboim (1990) por su parte encuentra que el costo del uso del capital, el salario real, el producto y la restricciones eventuales a las importaciones son todos determinantes significativos de la inversión privada. No fueron significativas las restricciones al crédito o a la falta de recursos propios, salvo en la inversión en vivienda.

### Cuadro No.3

FBKF privado 1950-1987					
	Costo de Salario			Restricc.	
	Const.	capital	real	Producto	import.
Fainboim(1)	4.08	-0.26	0.70	0.24	0.10
Fainboim(2)	4.38	-0.30	0.66	0.23	0.10

(1) Emplea el precio de la maquinaria en EU como costo para los bienes de capital

(2) Emplea el deflactor implícito de la inversión privada como costo del capital.

En resumen, la literatura colombiana es bastante clara en concluir que la inversión privada está determinada por la demanda y de otra parte, en asignarle un valor bastante discreto cuando no inexistente a las variables representativas de los mercados de capitales, valga decir, las tasas de interés o la disponibilidad de fondos de financiación de largo plazo, salvo cuando se trata de construcción de vivienda.

#### IV. LA EVIDENCIA EN CONTRA

Los resultados de la sección anterior según los cuales el papel de las variables relacionadas con el mercado de capitales en la determinación de la inversión privada con una excepción, es virtualmente inexistente, parecen estar en contravía de la evidencia empírica.

La Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo incluye cada trimestre una pregunta sobre las causas de incumplimiento de la inversión industrial. Al agrupar las causas de retraso en "financieras" y "no financieras" (Cuadro 4), se observa que las financieras tienen un peso muy importante. De hecho, en promedio, cerca del 40% de las respuestas sobre las causas de retrasos involuntarios se pueden asociar a falta de crédito o de recursos propios. Con los retrasos voluntarios, la importancia de cada una de las variables "financieras", consideradas por separado es bastante menor, pero sumadas, es claro que ellas serían la segunda variable más importante para producir retrasos voluntarios, después del deterioro en las condiciones de demanda.

No deja de parecer curioso entonces que los modelos econométricos no capturen el comportamiento que revelan las encuestas directas con tanta fuerza. Los empresarios parecen reconocer estas variables como cruciales para el desenvolvimiento de la inversión en el país.

Hay múltiples razones que permitirían pensar en teoría en la existencia de una relación entre la inversión privada y el mercado de financiación a largo plazo. Por ejemplo, Nabi (1989) demostró en un estudio para Pakistán cómo en mercados de capitales segmentados, aquellas firmas que tenían acceso a los mercados formales empleaban tecnologías más intensivas en capital y adelantaban sus planes de inversión con mayor celeridad que las firmas excluidas.

Hay también otro tipo de relaciones probadas entre el crédito y el sector real que hacen pensar en que no es necesario dar saltos teóricos inmensos para atar la disponibilidad de recursos de largo plazo y el comportamiento de inversión. Por ejemplo Gutiérrez (1992) encontró una relación estadísticamente significativa entre el crédito y el empleo en Colombia. Cuando las firmas tienen funciones de producción no instantáneas, las expectativas sobre la disponibilidad de crédito se convierten en determinante del nivel de empleo y de la elasticidad de la demanda. Frente a expectativas de reducción en la disponibilidad futura de crédito, la curva de demanda de empleo se hace más inelástica, lo cual implica que aún, a pesar

CUADRO No.4  
CAUSAS DEL INCUMPLIMIENTO EN LOS PROGRAMAS DE INVERSION INDUSTRIAL  
(PORCENTAJES)

	1988					1989				1990				1991				1992			
	NOV	FEB	MAY	AGO	NOV	FEB	MAY	AGO	NOV	FEB	MAY	AGO	NOV	FEB	MAY	AGO	NOV	FEB	MAY	AGO	NOV
<b>RETRASOS INVOLUNTARIOS</b>																					
DIFICULTADES EN LA OBTENCION DEL CREDITO	28	21	22	24	21	23	18	20	31	28	24	34	25	18	14	9	20				
INSUFICIENCIA DE RECURSOS PROPIOS	19	20	25	23	17	22	23	21	29	24	19	26	21	29	18	15	30				
FINANCIERAS	47	41	47	47	38	45	41	41	60	52	43	60	46	47	32	24	50				
DEMORAS EN PERMISOS/LICENCIAS OFICIALES	16	9	10	8	14	12	8	6	6	5	8	5	4	5	3	10	20				
DIFICULTADES IMPORTACION DE EQUIPOS	9	17	13	9	14	8	13	8	2	6	13	5	4	13	10	10	15				
DIFICULTADES TECNICAS ORGANIZATIVAS	9	11	7	11	9	10	11	13	11	9	9	8	14	11	14	21	5				
ENCARECIMIENTO INESPERADO DE LA INVERSION	6	7	9	9	7	5	4	10	5	8	15	11	9	3	1	2	10				
DIFICULTADES SUMINISTROS EQUIPOS NACIONALES	6	5	5	5	7	7	8	9	1	3	4	3	9	3	6	10	15				
DIFICULTADES DESARROLLO DE OBRAS Y CONSTRUCCION	0	10	6	7	9	10	11	11	12	10	4	4	9	16	7	10	15				
PROBLEMAS DE ENERGIA ELECTRICA	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	30	0	0	0				
OTRAS	7	0	3	4	1	1	3	2	2	6	4	4	7	3	26	15	10				
NO FINANCIERAS	53	59	53	53	61	53	58	59	39	47	57	40	56	84	67	78	90				
<b>RETRASOS VOLUNTARIOS</b>																					
INCREMENTOS EN COSTOS FINANCIEROS	13	16	14	14	12	13	18	20	26	23	22	22	24	10	4	11	23				
SURGE ALTERNATIVA DE INVERSION MAS RENTABLE	4	3	5	3	3	7	2	3	3	2	2	2	4	5	2	4	5				
FINANCIERAS	17	19	19	17	15	20	20	23	29	25	24	24	28	15	6	15	28				
DETERIORO DE LAS CONDICIONES DE DEMANDA	33	31	36	31	39	27	30	30	29	28	33	32	29	25	27	22	36				
ENCARECIMIENTO EXCESIVO DE LA INVERSION	16	10	13	11	7	10	14	11	12	13	9	9	9	11	2	4	18				
DISMINUCION DE RENTABILIDAD POR AUMENTO COSTOS	16	15	11	17	16	17	17	18	15	16	14	13	9	15	23	12	15				
AUMENTO COMPETENCIA DE PRODUCTOS IMPORTADOS	4	4	8	4	5	5	5	7	8	6	7	10	9	15	12	14	21				
IMPOSIBILIDAD DE IMPORTAR EQUIPOS	0	3	2	1	3	3	3	1	1	1	1	1	5	3	1	0	0				
AUMENTO EN LOS IMPUESTOS	0	5	2	4	2	3	3	5	2	5	5	3	3	6	5	18	15				
PROBLEMAS DE ENERGIA ELECTRICA	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	27	0	0	0				
OTRAS	13	13	9	15	13	14	8	6	4	6	8	9	9	10	25	16	18				
NO FINANCIERAS	82	81	81	83	85	79	80	78	71	75	77	77	73	112	95	86	123				

Fuente: PEDESARROLLO

de reducciones en el precio del insumo (el salario real), el empleo no aumentaría. Si esto ocurre para la demanda de capital humano, no parece muy difícil pensar en un comportamiento similar para el crédito y la demanda de capital físico. Podría de otra parte ocurrir con la inversión que, como lo reportan Giappelli y Pagano (1989) para el caso del consumo de bienes durables, en aquellas economías con mercados de crédito de largo plazo más amplios y consolidados, la inversión presente un comportamiento mucho más estable. De hecho Mayers y Petersen (1989) señalan como el principal determinante de la volatilidad de la inversión a las ineficiencias en el mercado de capitales.

El argumento de Mayers es bastante sensato. Las firmas pueden financiarse bien con recursos internos o externos. En algunas ocasiones hay costos importantes para que ellas obtengan recursos externos, por ejemplo, por problemas de información asimétrica entre las firmas y los inversionistas o costos de emisión de bonos o acciones. En estos casos, las empresas deben financiarse con recursos propios, cuyo comportamiento está atado al PIB. Concluyen entonces que en aquellos casos en los cuales se financian las empresas con fondos propios -ganancias retenidas o fondos para depreciación-, la inversión será mucho más volátil que en aquellos en que tienen acceso a recursos externos. Esto nos permitirá concluir que las imperfecciones en el mercado de capitales explican la varianza de la inversión. En este punto no sobra recordar que una buena parte de la inversión privada en Colombia la realizan los empresarios con sus propios fondos [(Ver por ejemplo Ramírez y Hernández (1989)].

El fenómeno de la financiación con recursos internos no es exclusivo de Colombia ni de las economías en desarrollo. Petersen (1989) señala cómo la financiación interna también es muy común en los Estados Unidos, en especial para empresas "pequeñas" para las cuales los problemas de información asimétrica tienden a ser mayores. De hecho, señala cómo en el período 1960-1980 las empresas con activos menores de US\$100 millones obtuvieron el 85% del capital para inversión de fuentes internas, 10% de deuda bancaria 3% de bonos y 2% de emisión de acciones.

Tanto la evidencia empírica de las encuestas a empresarios, como las conjeturas teóricas sobre el comportamiento económico enunciadas arriba, darían pie para esperar que las variables del mercado de capitales sí presenten algún tipo de relación con la inversión privada. El problema de los trabajos anteriores podría estar en que se estuviera buscando en el lugar equivocado, pretendiendo encontrar una relación entre niveles de las variables, cuando posiblemente debería buscarse entre las expectativas de las variables y la inversión o entre el nivel de las variables mismas y la volatilidad de la inversión.

En las próximas secciones se hará una presentación de algunos métodos con los cuales se puede rescatar la relación mercado de capitales inversión privada, en una forma un tanto diferente a las de trabajos anteriores.

## V. LA RELACION ENTRE LA INVERSION Y EL MERCADO DE CAPITALES

La teoría de la inversión de la década de los cincuenta usualmente enfatizaba la importancia de factores financieros como la liquidez y el acceso a fuentes internas de fondos como determinantes de la inversión. Posteriormente, en las décadas del setenta y ochenta, se empezó a reconocer en la literatura la existencia de factores no financieros en la determinación de las decisiones de inversión. Myers (1984) propuso, por ejemplo, una explicación según la cual, los empresarios preferirían usar primero financiación interna frente a la externa, por razones tales como los costos de emisión, impuestos a ingresos de capital e información asimétrica entre los administradores y los inversionistas potenciales.

En la actualidad, una gran parte de la literatura sobre inversión se desarrolla alrededor del estudio sobre la forma como los empresarios forman sus expectativas sobre el futuro y cómo aquellas transforman el precio de los activos a través de los mercados de capitales<sup>2</sup>. En economías con elevada volatilidad en sus condiciones económicas es aún más incierta la relación entre expectativas, retornos futuros a la inversión y decisiones actuales de invertir. El siguiente modelo pretende avanzar en la senda de dar explicación a ese proceso.

El ejercicio se basa sobre la identificación de los factores que determinan la decisión de invertir para una firma representativa que maximiza el valor esperado descontado de su flujo de fondos.

En este esquema se incorpora una tasa de descuento variable y se suponen expectativas racionales con costos de ajuste convexos. Esta versión es superior a la de los modelos lineales de expectativas racionales de Hansen y Sargent (1980) por cuanto permite capturar con la tasa de descuento variable, las variaciones típicas de mercados de desarrollo [(Dailami (1987))].

Suponiendo la existencia de una firma neutral al riesgo, que escoge una senda de expansión de su capital  $\{k_t\}$  se podría describir el problema como

$$\max_{\{k_t\}} E_0 \sum_{t=0}^{\infty} \pi (1+z)^{-t} [k_t, y_t, w_t, v_t] - q_t i_t - C(i_t) \quad (1)$$

2 Kiyotaki (1988) presenta un modelo en el cual optimismo espontáneo de los empresarios, los "espíritus animales" de Keynes, juegan un papel fundamental en la inversión. Es un trabajo, muestra en un modelo de equilibrio general cuando la producción la realizan firmas en competencia monopolística, como existen dos resultados de inversión posibles asociados con el optimismo o pesimismo de los empresarios - no sólo con la información disponible sobre retorno de diferentes activos, de gustos y tecnología - Su modelo produce los resultados de equilibrio con una mayor inversión y un mayor consumo en el futuro, vinculado a la visión optimista de los empresarios. Por lo tanto, propone (y estudia sus efectos) de un subsidio a la inversión, que movería la economía hacia un equilibrio optimista, o un seguro que cuando un empresario invierta montos importantes ligadas a un equilibrio optimista y se obtenga un equilibrio pesimista, el gobierno le transferiría una suma de dinero para compensarlo. Los dineros para este seguro se obtendría de impuestos a los trabajadores o a las empresas pesimistas.

sujeto a la evolución estocástica del conjunto de información disponible a la firma, a la condición inicial,  $k_0$ , dado y a la ecuación de acumulación de capital

$$k_{t+1} = i_t + (1 - \delta) k_t \quad (2)$$

donde:

$E_0$	= Operador de esperanza matemática
$z$	= Factor de descuento
$k_t$	= Capital físico de la firma
$y_t$	= Demanda agregada real
$w_t$	= Salario real
$v_t$	= Error- $(0, \sigma^2)$
$i_t$	= Inversión bruta real
$\delta$	= Tasa de depreciación económica.

y  $q_t i_t + C(i_t)$  es el costo total de la inversión

$q_t$  = Precio real de los bienes de capital

$C(i_t)$  = Costo de ajuste o instalación del capital físico.

El costo de ajuste representa la pérdida de producto (y por ende de ganancias) asociada a los cambios en el nivel de acervo de capital.

El problema de encontrar la senda óptima para la demanda de capital o lo que es equivalente, la senda de inversión de la firma representativa se obtiene con técnicas estándar de control estocástico. La demanda se deriva de la solución a la ecuación de Euler que se obtiene de la solución a (1).

La condición de primer orden para el problema anterior, sujeto a la condición de transversalidad

$\lim_{t \rightarrow \infty} E_0 \{ \beta_t^{-0.5} k_t \} = 0$ , es

$$q_t + C'(i_t) = E_t \{ \beta_{t+1} [ d\pi/dk_{t+1}(k_{t+1}, y_{t+1}, w_{t+1}, v_{t+1}) + (1-\delta)(q_{t+1} + C'(i_{t+1})) ] \} \quad (3)$$

$t = 0, 1, 2, \dots$

donde  $\beta_t = \frac{1}{1+z_{t+1}}$

y  $d\pi/dk_{t+1}$  es la derivada parcial de la función de ganancias con respecto a  $k_{t+1}$ .

Así el costo marginal de la inversión se igualaría al flujo de retornos esperados en el futuro. Finalmente, para derivar la demanda de capital de la firma, y linearizando la ecuación anterior como sugiere Dailami, se obtiene la siguiente ecuación en diferencia de segundo orden

$$E_t k_{t+2} + e E_t k_{t+1} + 1/\beta E_t k_t = a_0 - a_1 y_{t+1} - a_2 w_{t+1} - a_3 z_{t+1} - a_4 q_{t+1} - a_5 v_{t+1} \quad (4)$$

donde  $\tilde{q}_{t+1} = \beta(1-\delta)q_{t+1} - q_t$ , e y  $a_i$  son combinaciones de parámetros de rentabilidad marginal y de funciones de ajuste de costos.

Finalmente, siguiendo a Dailami, se tiene que la tasa óptima de inversión de la firma sería

$$i_t = a + \alpha i_{t-1} + \mu(1-\delta^{-1}) [n_1 \sum_{j=0}^{n-1} \tau_j y_{t-j} + n_2 \sum_{j=0}^{\Phi} \Phi_j w_{t-j} + n_3 (1+\mu)^{-1} x_t + n_4 (1+\mu)^{-1} q_t] \quad (5)$$

donde  $L$  es un operador de rezagos,  $\hat{y}_t$  y  $\hat{w}_t$  son los estimadores del PIB y del salario real calculados con modelos ARIMA, a partir de información sobre esas variables,  $x_t$  es una medida de rentabilidad, calculada como la volatilidad de la tasa de interés del mercado ( $z_t$ ), más un elemento adicional de mercado de capitales, la volatilidad del retorno de las acciones ( $p_t$ )

$$x_t = z_t + p_t$$

Los datos que se emplean para estimar ese modelo son las desviaciones frente a la tendencia de cada una de las variables enunciadas. Para la tasa de retorno requerida en acciones se tomó el promedio de la tasa DTF más una prima de riesgo que se mide como la desviación del retorno de las acciones frente a su promedio

$$x_t = (\phi \ln S_t - \bar{S}_t)_2,$$

donde  $\phi \ln S_t = \ln S_t - \ln S_{t-1}$  es la variación anual del índice de precios de la Bolsa de Bogotá y  $\bar{S}_t$  es su promedio.

Las desviaciones frente a la tendencia se obtienen como el residuo de los modelos ARIMA ajustados a cada serie.

Con estos datos se procedió a estimar una regresión en dos etapas con datos anuales 1956-1987, que arrojó como resultado la siguiente ecuación

$$i_t = -0.609 - 0.453 i_{t-1} + 3.934 y + 1.499 w - 0.298 r_t + 0.367 q_t \quad (6)$$

(-2.5)
(-3.0)
(3.7)
NS

$R^2 = 0.42$   
 $DW = 2.3$

donde el estadístico t se presenta entre paréntesis bajo el coeficiente.

Es importante reflexionar sobre algunos elementos resultantes de este ejercicio estadístico. El coeficiente de la variable  $x_t$  que muestra el efecto de la volatilidad del mercado de capitales sobre la inversión privada es negativo y estadísticamente significativo, lo cual se podría convertir en argumento para revivir la discusión sobre la relación entre ambos, aún en contra de los resultados de trabajos anteriores. La demanda, representada por el PIB, continúa teniendo importancia, al igual que un componente inercial representado por  $i_{t-1}$ . El modelo planteado podría dar alguna confianza por cuanto el coeficiente del ingreso, 3.934, es bastante cercano al coeficiente de la regresión entre los ciclos de inversión y PIB que se encontró en la primera sección, lo cual revelaría una representación adecuada del fenómeno.

El resultado anterior es entonces el más importante del presente trabajo. En la siguiente sección se propone una manera para avanzar en esta línea de investigación refinando el modelo matemático inicial.

## VI. EXTENSION DEL MODELO A EQUILIBRIO GENERAL

El principal problema del planteamiento de la sección anterior que también cobije a los estudios **previos** sobre el tema, es el de tratar la relación inversión - mercado de capitales con una **sola** ecuación que representa el **comportamiento** de las firmas. Esta estrategia de **modelaje** no permite generar efectos **dinámicos** de realimentación de la inversión hacia sus determinantes. Una extensión para **abordar el problema** estaría en plantear un modelo dinámico de equilibrio general que tome en consideración las acciones de otros agentes.

Una presentación inicial se podría hacer suponiendo la existencia de un planificador central, a pesar de que, como se puede probar, hay maneras de obtener resultados equivalentes en modelos de economías descentralizadas.

Si el planificador de una economía abierta maximiza una función de utilidad

$$U_0 = \int_0^{\infty} U(C_t) e^{-\theta t} dt \quad (7)$$

sujeto a restricciones de flujo de fondos y de acumulación de capital,

$$db/dt = C_t + i_t [1 + T(i_t/k_t)] + \theta b - f(k_t) \quad (8)$$

$$dk_t/dt = i_t \quad (9)$$

donde:

$C_t$  es el consumo

$U(\cdot)$  es no negativa, cóncava y creciente en el consumo

$\theta$  es la tasa de interés mundial

$b$  es la deuda externa

$i_t$  es la inversión per cápita

$T(i_t/k_t)$  es el costo de ajuste o instalación del bien de inversión y  $T(0)=0$ ,  $T'(\cdot) > 0$

$k_t$  es el acervo de capital per cápita

$f(k_t)$  es la función de producción agregada

Si además se supone que esa economía puede pedir dinero y prestarlo libremente a la tasa mundial, y se impone la condición de que no se tenga un juego Ponzi, esto es, que

$$\lim_{t \rightarrow \infty} b_t e^{-\theta t} = 0 \quad (10)$$

se tiene que el Hamiltoniano del problema es:

$$H_t = [U(C_t) - \mu_t \{C_t + i_t [1 + T(i_t/k_t)] + \theta b - f(k_t)\}] + \mu_t q_t i_t e^{-\theta t} \quad (11)$$

Derivando  $H$  con respecto a  $C$  e  $i$  (11), se tiene que las condiciones necesarias y suficientes para un máximo son:

$$U'(C_t) = \mu_t \quad (12)$$

$$1 + T(i_t/k_t) + (i_t/k_t) T'(i_t/k_t) = q_t \quad (13)$$

$$d\mu_t e^{-\theta t}/dt = \theta \mu_t e^{-\theta t} \quad (14)$$

$$d(\mu_t q_t) e^{-\theta t}/dt = -\{\mu_t [f'(k_t)] + (i_t/k_t)^2 T'(i_t/k_t)\} e^{-\theta t} \quad (15)$$

$$\lim_{t \rightarrow \infty} \mu_t b_t e^{-\theta t} = 0 \quad (16)$$

$$\lim_{t \rightarrow \infty} \mu_t q_t k_t e^{-\theta t} = 0 \quad (17)$$

Las ecuaciones (14) y (15) son las ecuaciones de Euler para  $k$  y  $b$  y las (16) y (17) son las condiciones de transversalidad.

De la anterior derivación se tiene por la ecuación (13), que la tasa de inversión está en función exclusivamente del precio sombra de los bienes de inversión  $q_t$ , que se expresa en términos de bienes de consumo.

Finalmente, es importante construir una definición precisa de  $q$ , el principal determinante de la inversión. Para ello, se puede definir una función inversa partiendo de (7), en la cual  $i/k = \Phi(q)$ , y reemplazar en (9), de forma que

$$dk_t/dt = i_t = k_t \Phi(q_t) \quad (18)$$

$$\Phi(q_t) > 0, \text{ y}$$

$$\Phi(1) = 0$$

De lo anterior se tiene que la inversión es una función creciente de  $q$ , el precio sombra del capital, a la vez que  $q$  determina la razón de inversión como proporción del acervo de capital.

Para establecer la naturaleza de el costo de la inversión  $q$ , se puede diferenciar de (14) y obtener que  $d\mu_t/dt=0$  y de (15),

$$dq_t/dt = \Theta q_t - f'(k_t) - \Phi(q_t)^2 T'[\Phi(q_t)] \quad (19),$$

que presenta una reformulación de la ecuación de Euler (15). Finalmente, integrando (19) sujeto a su condición de transversalidad (17), se tiene que

$$q_t = \int_0^{\infty} \{ f'(k_t) + \Phi(q_n)^2 T'[\Phi(q_n)] \} e^{-\Theta(n-t)} dn \quad (19)$$

La  $q$ , el precio sombra del capital, equivale entonces al valor descontado del producto marginal (ganancias) del futuro, y a la reducción del costo marginal de instalación de la inversión.

Tal vez el elemento más importante para tomar en consideración en la presentación de esta sección es que **los movimientos en la demanda, las tasas de interés o los impuestos afectan la inversión a través de un efecto en  $q$** . De otra parte, la inversión en una economía abierta con tasas de interés exógenas, no depende de las decisiones de ahorro o de consumo como se puede observar en (19).

Por ello, las presentaciones de modelos como los de Fainboim en los cuales el stock de capital deseado depende del salario real, del producto planeado e

inversamente del costo de uso del capital no son precisas. **El costo de uso del capital no es una parte del valor de la firma sino su resumen.**

La  $q$  asociada con el nombre de Tobin es la relación entre el valor de mercado de la acción de una empresa y su valor de reposición. Con esto se podría, por ejemplo, evaluar el efecto de una reducción de impuestos sobre la inversión. En un mundo sin impuestos, las firmas deberían invertir hasta tanto un peso que se destine a inversión aumente al menos en un peso el valor de mercado de la acción de la empresa, esto es, hasta el momento en el cual el valor marginal de la  $q$  sea igual a la unidad. La relación de la  $q$  se afecta, por ejemplo, cuando la tarifa de impuestos sobre dividendos supera a la de ganancias de capital.

En un mundo sin imperfecciones en el mercado de capitales, variaciones en la  $q$  de Tobin debe inducir variaciones en la inversión. Sin embargo, ese cambio puede no ser continuo como se presenta en la ecuación (13). Petersen(1989) demuestra cómo para firmas que agotan sus fuentes de financiación interna y poseen un precio sombra elevado para financiación externa, la que puede variar de manera muy significativa antes de que se produzcan alteraciones en la inversión. Así, las alteraciones en el flujo de fondos además de la  $q$ , pueden ser responsables de las decisiones de inversión de algunas firmas. Esto nos conduciría a pensar que el modelo planteado arriba podría adicionarse en una restricción que muestre saltos discretos en  $i$ , una vez los movimientos en la  $q$  sobrepasen cierto umbral.

## CONCLUSIONES

En este artículo se probó que existe una relación importante entre la volatilidad en el retorno del mercado de capitales y la inversión privada, rescatando con ello para ese mercado una función que la mayoría de los estudios econométricos previos había descartado.

Finalmente, se realizó una extensión del modelo económico básico para moverse a un entorno de equilibrio general que permite comprender con mayor detalle la manera como las variables de demanda y aún las del propio mercado de capitales interactúan a través del precio sombra de la inversión, sobre la formación de capital. Con esto último se pretende dejar planteada la vía para una reformulación del estudio sobre los determinantes de la inversión en Colombia.

La  $q$  que se estudia en este modelo es más general que aquella que toma como referencia el precio de la acción en bolsa, pero se rige por principios similares.

## BIBLIOGRAFIA

Banco de la República(1991) "La evolución del mercado de capitales: requisito frente a la apertura" Revista del Banco de la República. Notas Editoriales. abril.

Dailami, Mansoor (1987) "Expectations, stock market volatility, and private investment behavior: theory and empirical evidence for Brazil" Mimeo. 7a conferencia de la sociedad econométrica latinoamericana. agosto.

Fainboim, Israel (1990) "Inversión, tributación y costo de uso del capital en Colombia:1950-1987" en Banco de la República. ESPE No.18. diciembre.

Gutiérrez, Santiago (1992) "Crédito - empleo en Colombia 1980-1991" en Apuntes para política monetaria. Universidad Javeriana, No.1. julio

Hansen, Lars y Thomas Sargent (1980) "Formulating and estimating dynamic linear rational expectations models". Journal of Economic Dynamics and Control No.2.

Jappelli, Tulio y Marco Pagano(1989) "Consumption and capital market imperfections:an international comparison". The American economic Review. diciembre.

Kiyotaki, Nobuhiro (1988) "Multiple expectational equilibrium under monopolistic competition" Quarterly Journal of Economics

Myers, Stewart (1984) "The capital structure Puzzle" Journal of Finance, vol 39. mayo.

Nabi, Liaz(1989) "Investment in segmented capital markets". Quarterly Journal of Economics. agosto.

Ocampo, José A, Juan Luis Londoño y Leonardo Villar (1985) "Comportamiento del ahorro y la inversión: evolución histórica y determinantes" en Coyuntura Económica, Vol XV No.2 junio.

Petersen, Bruce (1989) "Capital market imperfections an investment fluctuations". En Economic Perspectives. Federal reserve Bank of Chicago.

Rubio, Mauricio (1984). "Determinantes de la inversión industrial". En Revista de planeación y desarrollo Volumen XVI Nos 2 y 3. Abril-septiembre. pp 115-117

Tornell, Aaron(1989). "Real vs financial investment:towards an explanation of 'short-termism'" Mimeo. Columbia University.

## DATOS

Inversión privada. (I) (millones de pesos de 1975) 1950-1986 Agudelo (1991) ESPE.

Inversión total. (IT) (millones de pesos de 1975) 1950-1986 Agudelo (1991) ESPE.

PIB (millones de pesos de 1975)

1950-1969 Fainboim (1990)

1970-1978 DANE. Colombia estadística 1990.

1979-1988 Revista del Banco de la República. Octubre 1991.

Nivel de utilización de capacidad instalada. 1986-1990 (%) Coyuntura Económica. Octubre 1990.

Causas de incumplimiento en los programas de inversión industrial. feb 1989-may 1990. Coyuntura Económica. Octubre 1990.

Formación Bruta de Capital Fijo. (FBK) (miles de millones de pesos)

1950-1982 FMI IFS Anuario 1985

1983-1985 FMI IFS Anuario 1991

1986-1991 FMI IFS Agosto 1993

PIB nominal (PIBFMI) (miles de millones de pesos)

1950-1982 FMI IFS Anuario 1985

1983-1985 FMI IFS Anuario 1991

1986-1991 FMI IFS Agosto 1993

PIB real (PIBRFMI) (miles de millones de pesos)

1950-1982 FMI IFS Anuario 1985

1983-1985 FMI IFS Anuario 1991

1986-1991 FMI IFS Agosto 1993

# DESARROLLOS RECIENTES DEL MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA

Olver Bernal\*

## INTRODUCCION

**E**s larga la lista de estudios alrededor del desarrollo del mercado de capitales en Colombia, en especial gracias al esfuerzo de la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia en el soporte y desarrollo del ya tradicional simposio de mercado de capitales, que se ha constituido en uno de los más importantes foros de discusión del desarrollo financiero de nuestro país.

Sin pretender hacer un examen exhaustivo de los mismos, sí es posible extraer un denominador común<sup>1</sup>: **en Colombia existió un mercado de capitales, pero a partir de los años sesentaS se da un proceso de abandono del mismo, desde entonces las empresas pasan a depender del sector financiero y del crédito de fomento para su financiación.** La gran mayoría coincide en que las causas del mismo son varias y bien conocidas: la oferta de acciones sufrió las consecuencias de un régimen tributario que penalizaba las operaciones de capitalización y favorecía las del endeudamiento; el proceso de profundización y liberación financiera produjo sesgos muy importantes a favor de los establecimientos de crédito y en contra de los mercados bursátiles; el aumento de la rentabilidad de los principales instrumentos del ahorro financiero al pasarse de tasas reales

---

\* Asesor Junta Directiva Banco de la República. Las opiniones contenidas en este documento son responsabilidad del autor y no comprometen en ningún caso la entidad para la cual trabaja.

1 Hommes Rudolf (1989), "LA BANCA DE INVERSION EN COLOMBIA: HACIA UN MERCADO MODERNO DE CAPITALES", Corporación financiera del Valle S. A., Documentos Empresariales.

Serrano Javier (1990), MERCADOS MONETARIOS Y DE CAPITALES EL SISTEMA FINANCIERO COLOMBIANO MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES, Universidad de los Andes.

Bolívar B. Germán A., MERCADO DE CAPITALES, BANCA DE INVERSION Y MODERNIZACION EN COLOMBIA, Bolsa de Bogotá, 1992.

McLure Charles. "REFORMA TRIBUTARIA Y POLITICA FINANCIERA EN COLOMBIA. MACROECONOMIA, MERCADO DE CAPITALES Y NEGOCIO FINANCIERO, Asociación Bancaria de Colombia. Bogotá, 1989.

Banco Mundial, COLOMBIA: FINANCIAL SECTOR REFORM, Draft Confidential, Report No. 11724-CO, 1993.

negativas a tasas reales positivas; la aceleración de la inflación; la concentración accionaria; la cuestionada eficiencia misma de los mercados, etc.

Así mismo, las recomendaciones abundan, en especial aquéllas que apuntan a la remoción de obstáculos al desarrollo de la banca de inversión, los mercados de acciones y títulos valores en general, provenientes de políticas gubernamentales que favorecían el endeudamiento como fuente de recursos en contra de la demanda de capital riesgo como los tratamientos tributarios, el crédito de fomento subsidiado, restricciones a la inversión extranjera, etc. En general, todos reconocen que para que el mercado de capitales se desarrolle se requiere de un marco legal apropiado, con mecanismos de supervisión y control que garanticen la absoluta transparencia del mercado, donde las reglas respecto de las obligaciones y derechos de los diferentes agentes se cumplan dentro del equilibrio que se requiere contando para ello con la información adecuada y con estándares de contabilidad aplicables a todas las empresas; así mismo, que la emisión de nuevos títulos no implique el sacrificio del control de las empresas; así como propender por una mayor competencia en el mercado bursátil, eliminando por ejemplo, las comisiones fijas y suministrando mayor información, a los agentes que intervienen en él entre otros.

La totalidad de los factores anteriores, o por lo menos un altísimo porcentaje de los mismos, ha sido tomada en cuenta tanto por las autoridades económicas como por los distintos agentes que participan en el mercado. Los resultados, en general, apuntan hacia un efectivo fortalecimiento y profundización de nuestro mercado de capitales, para lo cual no sólo se contó con los correctivos enunciados sino también con un ordenamiento macroeconómico que fortalece la inversión y debilita las acciones financieras especulativas (solidez cambiaria y menores tasas reales de interés).

Este documento no pretende hacer un análisis formal de la evolución del mercado de capitales, sólo quiere llamar la atención, con el propósito de abrir la discusión al respecto, de dos puntos que son de gran importancia en el desarrollo del mercado de valores. Partiendo de reconocer su extraordinario crecimiento en los últimos años, se llama la atención sobre el efecto de complementariedad de dicho mercado con la profundización del sector financiero para evitar caer en el sofisma de titularización vs. desintermediación. De otra parte, se plantea un interrogante sobre el esquema de financiación del sector público, dado el mercado y justificado énfasis que en el pasado se dio a la utilización del endeudamiento externo. Teóricamente se reconocen ventajas a la financiación del sector público a través del mercado de valores doméstico, no sólo como la fuente no inflacionaria del mismo, sino también como pilar para el desarrollo y profundización del mercado de capitales.

## **ILUSION O REALIDAD**

En los últimos años se ha dado un repunte extraordinario del mercado de valores, con el surgimiento de papeles de mediano plazo, en especial de bonos y papeles comerciales, y el mercado accionario viene creciendo de manera importante, no sólo en términos de los volúmenes transados, sino también en las nuevas

emisiones. Ello, aunado a una mayor profundización en el mercado de deuda pública interna, a través de los TES y las operaciones del Banco de la República (OMA y certificados de cambio) y a las perspectivas que ofrece para el mercado accionario la privatización de empresas estatales (en especial de entidades financieras oficiales).

En efecto, el Cuadro 1 resume el movimiento bursátil nacional entre 1985 y 1993. El crecimiento observado en el total de transacciones para los últimos años resulta extraordinario. En 1991 prácticamente se triplica el valor de las operaciones y en 1992 crece en más del 85%. En los diez primeros meses de este año ya se supera el total de 1992 en cerca del 35%. El Cuadro 2 muestra la evolución de las ofertas públicas autorizadas por la Superintendencia Nacional de Valores. En él es claro que los últimos tres años se han caracterizado por un extraordinario crecimiento de la oferta de títulos, al punto que en lo que va corrido del presente año (información a octubre) el monto de las ofertas autorizadas es superior en más de cinco veces al promedio registrado en el período 1985-1990.

CUADRO 1

Movimiento bursatil nacional  
Resumen de las transacciones 1985-1993

(Millones de pesos)

Títulos	Promedio		1991	1992	Oct. 1993
	1980-1984 (1)	1985-1990			
<b>SECTOR PRIVADO</b>					
Acciones	8,728	22,117	158,736	484,167	519,627
BOCEAS	40	859	319	1,874	1,300
Bonos Ordinarios y de Garantía General	59	11,284	19,873	101,719	383,965
Otros (2)	4,205	266,158	844,506	1,690,065	2,468,961
<b>SUBTOTAL</b>	<b>13,032</b>	<b>300,418</b>	<b>1,023,434</b>	<b>2,277,825</b>	<b>3,373,853</b>
- Variación acciones y BOCEAS (%)	7.6	51	257.7	205.6	7.2
- Variaciones Bonos Ordinarios y de Garantía General (%)	--	162	56.1	411.8	277.5
<b>SECTOR PUBLICO</b>					
Títulos de OMA (3)	53,531	197,911	1,747,762	2,808,907	3,153,845
Otros (4)	30,229	92,357	588,609	1,154,039	1,871,391
<b>SUBTOTAL</b>	<b>83,760</b>	<b>290,268</b>	<b>2,336,371</b>	<b>3,962,946</b>	<b>5,025,236</b>
- Variación anual Sector Público (%)	29.2	35	485.3	69.6	26.8
<b>TOTAL</b>	<b>96,792</b>	<b>590,686</b>	<b>3,359,805</b>	<b>6,240,771</b>	<b>8,399,089</b>
- Variación anual (%)	28.9	46	193.6	85.7	34.6

(1) Las tasas de crecimiento se calcularon excluyendo la cifra de crecimiento del año 1980 por no disponer de datos para 1979.  
(2) Incluye aceptaciones bancarias, CDT, Papeles comerciales, TAVCy pagarés. (3) Incluye Certificados de Cambio, Títulos Canjeables y Títulos de Participación. (4) Incluye Títulos FEN, TAN, CERT, Cédulas BCH, Certificados Cafeteros, TAC, Bonos Oficiales, Títulos de Ahorro Educativo, Títulos de Devolución de Impuestos y Certificados de Desarrollo Turístico.  
Fuente: Rueda S. "Evolución del Mercado de Valores en la década de los 80", Boletín CNV. Vol.7, No.3, 1990, pp. 11-12, e información de la Superintendencia de Valores para los años 1990, 1991, 1992 y 1993.

CUADRO 2

Ofertas públicas de títulos autorizados  
por la Superintendencia de Valores 1985- 1993

Títulos	(Millones de pesos)				
	Promedio		1991	1992	Oct. 1993
	1980-1984 (1)	1985-1990 (2)			
<b>SECTOR PRIVADO</b>					
Acciones	7,598	21,006	43,136	80,065	81,147
BOCEAS	3,585	9,293	3,000	10,318	--
Bonos Ordinarios y de Garantía General	1,010	18,584	600	70,855	168,050
Otros (3)	1,017	1,333	21,450	28,400	6,140
<b>SUBTOTAL</b>	<b>13,210</b>	<b>50,216</b>	<b>68,186</b>	<b>189,638</b>	<b>255,337</b>
- Variación acciones y BOCEAS (%)	101.2	5.0	56.4	95.9	(10.2)
- Variaciones Bonos Ordinarios y de Garantía General (%)	1,037.4	757.0	(97.2)	..	137.2
<b>SECTOR PÚBLICO</b>					
Títulos FEN	3,400	13,333 (5)	--	--	--
Bonos IFI	1,400	2,000 (5)	--	--	--
Cédulas BCH	3,200	2,500 (5)	--	--	--
Otros (4)	4,000	4,864	36,600	41,700	130,578
<b>SUBTOTAL</b>	<b>12,000</b>	<b>22,697</b>	<b>36,600</b>	<b>41,700</b>	<b>130,578</b>
- Variación anual Sector Público (%)	210.9	12	144.0	13.9	213.1
<b>TOTAL</b>	<b>25,210</b>	<b>72,913</b>	<b>104,786</b>	<b>231,338</b>	<b>385,915</b>
- Variación anual (%)	156.4	12	47.3	120.8	66.8

(1) Las tasas de crecimiento se calcularon excluyendo la cifra de crecimiento del año 1980 por no disponer de datos para 1979.

(2) Por el motivo aducido en la nota 5, los promedios de las emisiones del sector público no se presentan debido a que la ausencia de datos para el año 1980 no hace representativa las cifras.

(3) Incluye CDT, Papeles Comerciales y Títulos Educativos.

(4) Incluye Bonos Cafeteros, Certificados Cafeteros, Bonos de Deuda Pública y acciones. (5) La Ley 27 de 1990 permitió que los papeles de carácter masivo que emitan las entidades financieras vigiladas por la Superintendencia Bancaria sean objeto de oferta pública sin autorización de la Comisión Nacional de Valores.

Fuente: Rueda S. "Evolución del Mercado de Valores en la década de los 80", Boletín CNV, Vol.7, No.3, 1990, p.10, e información de la Superintendencia de Valores para los años 1990, 1991, 1992 y 1993.

## LA FINANCIACION DE MEDIANO Y LARGO PLAZO

La experiencia internacional ha dejado una clara lección: La importancia de la estabilidad económica como prerequisite del desarrollo y profundización de los mercados financieros. Es claro que todos los procesos de profundización financiera exitosos han estado acompañados de ordenamientos macroeconómicos que han permitido eliminar los riesgos de elevadas tasas de interés reales, así como de grandes fluctuaciones en las tasas de cambio<sup>2</sup>.

Así mismo, una adecuada supervisión y control resulta esencial en dicho proceso. La inexistencia de ella puede conducir a crisis financieras como sucedió en el caso de los países del Cono Sur, las Filipinas y Turquía. Del mismo modo, distorsiones en los precios relativos pueden comprometer la eficiencia en la asignación de los recursos.

2 Mckinnon (1991): The Order of Economic Liberalization. Financial Control in the Transition to a Market Economy, Baltimore: The Johns Hopkins University Press.

El proceso de profundización del mercado de capitales requiere de una mayor incidencia de los determinantes del mercado, lo cual demanda eliminar en forma radical la "represión financiera tradicional" para que los diferentes agentes sean capaces de responder a las señales del mismo, de manera que se eliminen las barreras que impiden un funcionamiento de las variables económicas que permiten un mayor crecimiento económico. En forma simultánea deben realizarse actividades complementarias. Sin lo anterior, pueden surgir situaciones de inestabilidad y pérdida de los beneficios esperados.

El mercado de valores constituye el mejor ejemplo de dicha complementariedad. El éxito en la profundización del sector financiero requiere un desarrollo paralelo del mercado de valores, dado el rol que éste juega en el proceso de asignación de recursos<sup>3</sup>. Debido al factor riesgo, la asignación de recursos basada exclusivamente en el crédito, no necesariamente conduce a los mejores resultados, incluso si la tasa de interés está libremente determinada. La causa de esta deficiencia está en la conocida asimetría de los contratos de endeudamiento; el prestamista participa de las pérdidas pero no de las ganancias extraordinarias. Por ello, el uso del crédito está sesgado en favor de actividades con menores riesgos esperados y por lo tanto con niveles de rendimiento más modestos.

En consecuencia, la asignación más eficiente de los recursos en la economía se obtiene en la medida en que exista un mercado de capitales desarrollado, que permita la financiación de proyectos con mayores riesgos que generalmente resultan excluidos del mercado de crédito. La financiación vía acciones participa tanto de las pérdidas como de las ganancias de los proyectos financiados.

Las políticas macroeconómicas efectuadas en nuestro país en los últimos años han operado en la dirección de proveer un ambiente más estable y predecible, en el cual sea factible el desarrollo del mercado de capitales y es, por tanto, el resultado complementario a la liberación y fortalecimiento del sistema financiero. Actualmente se dan condiciones muy favorables para la verdadera consolidación del mercado de capitales. Los menores niveles de las tasas de interés otorgan un incentivo a la inversión y al ahorro en el mercado de valores. La estabilidad de precios, como objetivo fundamental de la banca central, tendrá efectos favorables sobre el ahorro de largo plazo, al tiempo que la inexistencia de problemas cambiarios en el mediano plazo despeja dudas sobre éstos en el futuro inmediato. Por ello, es posible afirmar que el despegue del mercado de capitales es una realidad y no una ilusión.

## MERCADO DE VALORES Y DESINTERMEDIACION FINANCIERA

En ocasiones algunos analistas ven con preocupación el desarrollo del mercado de valores, en especial el surgimiento de papeles comerciales y bonos como fuentes de financiación de largo plazo para la inversión y se presenta como

3 Cho (1986): "Inefficiencies from Financial Liberalization in the Absence of Well-Functioning Equity Markets", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 18, No. 2 (May, 1986).

un desplazamiento de las entidades crediticias. Esto por lo general cuando el surgimiento de dichos papeles tiene como justificación las existencias de márgenes muy elevados en el sector financiero. Sin embargo, si bien existe un elemento sustitutivo para la cartera de los intermediarios, este proceso no necesariamente está acompañado de una pérdida de recursos para el sector financiero. Los recursos permanecen en éste y lo que puede ocurrir es una necesidad de ajuste en el portafolio activo de las entidades crediticias y no una pérdida de recursos. Por ello el surgimiento de dichos títulos es sólo una profundización adicional del mercado financiero y no una sustitución del mismo. En otras palabras, la emisión de títulos valores debe entenderse como complemento de una asignación más eficiente de los recursos del ahorro. Además, el auge reciente del mercado de valores ha estado acompañado de una de las etapas de mayor crecimiento de la cartera del sistema financiero, en especial durante 1992 y 1993<sup>4</sup>.

## EL PAPEL DE LA DEUDA PUBLICA INTERNA

La literatura económica reconoce que la financiación del sector público proveniente del mercado de valores es preferible a la financiación por las entidades crediticias y ésta a su vez resulta más aconsejable que la financiación monetaria proveniente del crédito del Banco Central. El último es reconocido como una de las causas fundamentales de la inflación, el segundo, menos inflacionario, conduce generalmente a estados de represión financiera, reduce la rentabilidad del sector bancario, distorsiona las tasas de interés y compromete el adecuado financiamiento del sector privado (*crowding out*).

Aparte de esta ventaja, al financiamiento público proveniente del mercado de valores también se le reconoce como un soporte en la consolidación de dicho mercado en la medida en que la presencia permanente del gobierno facilita el desarrollo de "*brokers y traders*" y permite el desarrollo de verdaderas operaciones de mercado abierto, las cuales facilitan el manejo de los agregados monetarios y crediticios. La condición de permanencia de la deuda pública hace que la intervención del gobierno pueda hacerse de manera regular y por tanto las condiciones de colocación tienden a convertirse en el indicador líder de los mercados, en especial de los de mediano y largo plazo, sobre los cuales el sector privado no necesariamente tiene una participación permanente.

En Colombia, hasta hace algún tiempo, el énfasis del endeudamiento público recayó sobre el endeudamiento externo. Diversas justificaciones tenía dicha política, en especial argumentos alrededor de la debilidad cambiaria del país, el cual durante períodos muy largos registraba escasez de divisas. Con excepción de la bonanza externa de mediados de los años setentas, y los últimos cuatro años, el nivel de reservas internacionales del país se encontraba por debajo del deseado.

---

4 El crecimiento de 1992 puede verse como la recuperación del desfase ocasionado por el encaje marginal en 1992. Sin embargo el crecimiento del último año claramente es una mayor demanda por crédito.

---

A lo largo de la década de los ochenta Colombia experimentó un permanente aumento de la deuda pública externa, al pasar de niveles de US\$4.324 millones en 1980 a US\$14.587 millones en 1990 (el saldo más elevado en la historia del país). Simultáneamente, luego de haber alcanzado el nivel más bajo de reservas en 1984, US\$1.796 millones, recuperó de manera sostenida el saldo de reservas para situarse en la actualidad en algo más de US\$8.000 millones. Nivel este último, que bajo cualquier metodología de nivel óptimo de reservas sería elevado<sup>5</sup>. En otras palabras, el uso del endeudamiento externo permitió el fortalecimiento de la situación externa del país, requerida para poder enfrentar el proceso de internacionalización de nuestra economía.

Paralelamente el Banco de la República se vio en la necesidad de esterilizar la monetización de las divisas para lo cual implementó una política agresiva de contracción monetaria a través de la colocación de OMA y certificados de cambio. En efecto, el saldo de los títulos de esterilización monetaria del banco pasó de \$57.000 millones en 1984 a más de \$2 billones en 1992.

Este proceso de colocación de títulos de contracción monetaria, junto con el éxito del gobierno en la colocación de TES y títulos en dólares (TIR), son una señal de que es posible profundizar el mercado de deuda pública interna. Por ello, en la coyuntura actual, con una posición cambiaria muy sólida, resulta deseable sustituir el uso del endeudamiento externo por un mayor uso del mercado interno, en el entendido que dicho proceso evita la esterilización de mayores divisas vía OMA y/o certificados de cambio, al tiempo que se profundiza el mercado de valores. Se ha demostrado que el gobierno puede financiarse en condiciones de mercado y se ha ganado la confianza suficiente en el cumplimiento de las responsabilidades financieras.

---

5 Un estudio reciente de BPI desarrolla la elaboración de diferentes indicadores para la determinación de un nivel apropiado de reservas internacionales. En Colombia aparece con exceso sobre los niveles deseados bajo todas las metodologías sugeridas.

## CONCLUSIONES

A manera de resumen y conclusiones podemos decir que el mercado de valores se encuentra en una etapa de claro desarrollo, donde la gran mayoría de los obstáculos que en el pasado se reconocían como las barreras para su evolución han sido removidas. Así mismo, la reforma introducida al sector financiero apunta hacia su mayor profundización y eficiencia. El manejo macroeconómico, con disciplina fiscal, solidez cambiaria y la estabilidad de precios, conforma un marco apropiado para el desarrollo del mercado de capitales.

El mercado de capitales es un complemento necesario para una mejor asignación de los recursos del ahorro y no un sustituto del crédito del sistema financiero. Es un paso adicional para garantizar la profundización financiera que demanda una economía en crecimiento.

El manejo de la financiación del sector público puede constituirse en elemento fundamental para la promoción y fortalecimiento del mercado de valores y entendiendo que están dadas las condiciones para que la estrategia de financiamiento le dé un mayor énfasis al mercado interno de capitales. El gobierno ha demostrado que puede financiarse en condiciones de mercado.

PERIODO	CRECIM. M1	CRECIM. BASE	PROMEDIO TASA INTERES	INTERES REAL	CRED.TES	SALDO OMAS + CERTICAM	OMAS+CC/BASE	PASIVOS BANCO DE LA REPUBLICA (MILES DE MILLONES)
Jan-89					381784			
Feb-89					449411			
Mar-89					416004			
Apr-89					443189			
May-89					508047			
Jun-89					522157			
Jul-89					497367			
Aug-89					468940			
Sep-89					469251			
Oct-89					492455			
Nov-89					424823			
Dec-89					440650			
Jan-90 E90	28.86%	28.28%			458694			
Feb-90 F	28.49%	28.14%			510804			
Mar-90 M	27.66%	31.17%			533838			
Apr-90 A	28.01%	23.58%			533837			
May-90 H	26.65%	31.24%			476996			
Jun-90 J	25.75%	27.25%			473939			
Jul-90 J	25.69%	24.40%			431796			
Aug-90 A	30.73%	31.75%			442663			
Sep-90 S	31.12%	29.70%			488495			
Oct-90 O	33.53%	26.38%			492455			
Nov-90 N	32.11%	35.10%			464604			
Dec-90 D	28.45%	23.30%			431743			
Jan-91 E91	28.85%	25.73%			431554			
Feb-91 F	27.67%	22.62%			291056			
Mar-91 M	29.58%	23.99%			306034			
Apr-91 A	28.69%	41.97%			354388			
May-91 M	35.36%	27.71%			263179			
Jun-91 J	30.71%	32.94%	41.75%	10.73%	192734			
Jul-91 J	32.54%	37.24%	42.58%	10.97%	224504			
Aug-91 A	26.92%	31.40%	43.34%	12.13%	100880			
Sep-91 S	35.71%	41.34%	43.82%	13.81%	240212			
Oct-91 O	33.87%	47.33%	43.00%	13.75%	-46631			
Nov-91 N	38.52%	54.50%	43.19%	14.97%	209969			
Dec-91 D	32.76%	54.52%	41.31%	14.49%	365055	2038773	95.00%	393411
Jan-92 E92	31.09%	62.15%	35.73%	8.29%	407667	2366848	123.88%	355591
Feb-92 F	34.83%	68.44%	35.01%	7.65%	401503	2394985	124.66%	363447
Mar-92 M	34.87%	64.60%	34.69%	7.60%	392835	2403222	121.12%	373121
Apr-92 A	46.33%	59.63%	32.86%	5.71%	606801	2459349	114.59%	164526
May-92 M	39.40%	75.14%	30.73%	3.42%	530850	2546542	115.79%	240481
Jun-92 J	44.92%	63.58%	27.31%	-0.83%	459866	2472918	112.94%	313947
Jul-92 J	43.54%	56.81%	27.86%	-0.51%	411543	2497549	118.54%	371059
Aug-92 A	42.48%	62.79%	31.28%	3.58%	307951	2413956	110.02%	473678
Sep-92 S	36.49%	47.18%	31.23%	4.30%	137679	2262525	107.69%	742106
Nov-92 N	35.42%	39.21%	30.98%	5.27%	28244	2054392	86.07%	762263
Dec-92 D	41.19%	37.13%	31.40%	6.26%	508684	2107388	71.61%	273961
Jan-93 E93	39.12%	31.90%	29.64%	4.82%	423976	2519614	99.99%	313893
Feb-93 F	35.94%	31.96%	31.02%	6.30%	243633	2611029	102.99%	493223
Mar-93 M	34.58%	30.64%	31.88%	7.69%	296125	2504165	96.61%	419672
Apr-93 A	30.78%	28.51%	31.48%	8.39%	166997	2509531	90.99%	617522
May-93 M	31.50%	27.86%	31.19%	8.97%	203159	2600298	92.47%	580140
Jun-93 J	32.83%	36.92%	31.03%	9.64%	212843	2150700	71.74%	576547
Jul-93 J	35.07%	39.63%	30.09%	9.61%	413947	2468300	83.90%	376053
Aug-93 A	35.37%	38.61%	30.09%	9.02%	478540	2443700	80.35%	264998

## Comentarios

Jose Luis Acero\*

**E**l trabajo del doctor Bernal recoge buena parte de los acontecimientos del mercado bursátil de los últimos años y las conclusiones a las cuales llega, son temas que interesan particularmente a la Bolsa de Bogotá y, en general, al mercado de capitales.

Desde nuestro punto de vista, el trabajo rescata uno de los principios fundamentales dentro de los cuales se estructuró el sistema financiero colombiano al amparo de la Misión Kemmerer y la Ley 45 del 1923, que se refiere a la consonancia entre el origen de los recursos y la aplicación de los mismos en el contexto de la financiación de las actividades productivas y el desarrollo del país.

A través de ese principio, el autor introduce el concepto del riesgo y realiza un diagnóstico. En él concluye que el sector financiero no logra los niveles de profundidad necesarios para canalizar de manera global la financiación que requiere el engranaje económico y, en particular, las nuevas inversiones. En efecto, los banqueros comerciales le tienen aversión al riesgo y en esa medida la actividad financiera y bancaria no suple los requerimientos de inversiones altamente riesgosas asociadas principalmente al tipo de inversión de largo plazo(...) y eso en un país con tantas necesidades insatisfechas en infraestructura física y humana es sumamente grave.

En ese marco, la ponencia del doctor Bernal desarrolla la idea de que titularización vs. desintermediación es un sofisma. Según el autor, estos conceptos deben mirarse como complementarios, lo cual es sustentado por el hecho de que la asignación de recursos, basada exclusivamente en el crédito, no conduce a una profundización del sector financiero por cuanto el crédito está sesgado en favor de actividades con menores riesgos esperados. En esa medida, el mercado de valores sirve de complemento al sistema financiero crediticio, ya que elimina el sesgo en favor de actividades con poco riesgo mediante el financiamiento a través de acciones. Lo anterior deja entrever que el sistema financiero alcanza

---

\* Vicepresidente Técnico de la Bolsa de Bogotá.

una mayor profundidad cuando garantiza el financiamiento de largo, mediano y corto plazo a través de la complementariedad entre el mercado de capitales y el sistema financiero crediticio. A nivel empírico, el crecimiento de la cartera de las instituciones crediticias y el mercado de valores, corroboran la idea de complementariedad.

Sin embargo, la titularización no puede tomarse sólo como integrante del mercado de capitales, sino también como parte del mercado de dinero, en la medida en que los papeles de corto y largo plazo se transan en el mercado de valores. Es allí donde la idea de titularización e intermediación deja de ser simplemente un sofisma tal y como lo plantea el autor. En efecto, en el mercado de dinero, la titularización **compite** con los créditos de los intermediarios financieros creando un fenómeno de desintermediación financiera en la medida en que el margen disminuye, por cuanto los emisores de los títulos (bonos por ejemplo) son quienes captan los recursos directamente del público. Ahora bien, la titularización en el mercado de dinero funcionaría como complemento del sistema financiero crediticio, cuando las carteras de este son titularizadas, con lo cual se renueva la capacidad crediticia de los intermediarios. Pensamos que la competencia que se genera a través de la financiación del sector financiero y del mercado de valores es una competencia sana y que en este momento, de acuerdo con las cifras, ambos están en condiciones de competir, por lo menos en lo que a la canalización de volúmenes de dinero se refiere. En los cuadros siguientes se da una idea al respecto:

**BOLSA DE BOGOTA S. A.**  
VOLUMENES TRANSADOS POR MERCADO 1991 - 1993  
Millones de Pesos

TITULOS	1991	%	1992	%	Oct-93	%
<b>MERCADO PRIMARIO</b>						
FINANCIACION ENTIDADES PRIVADAS						
ACCIONES	3	0.00%	3,138	0.13%	10,452	0.53%
RENTA FIJA	48,049	3.78%	289,112	12.07%	383,289	19.46%
RECURSOS FRESCOS- CERT. CAMBIO	343,086	27.02%	1,102,473	46.02%	388,334	19.72%
FINANCIACION ENTIDADES DEL ESTADO	198,808	15.66%	164,559	6.87%	84,617	4.30%
FINANCIACION DE LA NACION	73,450	5.79%	278,779	11.64%	167,508	8.50%
BANCO DE LA REPUBLICA	606,245	47.75%	557,740	23.28%	935,465	47.49%
<b>TOTAL</b>	<b>1,269,641</b>	<b>100%</b>	<b>2,395,801</b>	<b>100%</b>	<b>1,969,665</b>	<b>100%</b>
<b>MERCADO SECUNDARIO</b>						
FINANCIACION ENTIDADES PRIVADAS						
ACCIONES	67,971	9.94%	195,366	12.86%	202,224	6.24%
RENTA FIJA	358,789	52.47%	657,660	43.28%	1,282,611	39.58%
FINANCIACION ENTIDADES DEL ESTADO	67,193	9.83%	279,390	18.38%	492,278	15.19%
FINANCIACION DE LA NACION	32,581	4.76%	94,956	6.25%	308,223	9.51%
BANCO DE LA REPUBLICA	157,301	23.00%	292,347	19.24%	955,605	29.49%
<b>TOTAL</b>	<b>683,835</b>	<b>100%</b>	<b>1,519,719</b>	<b>100%</b>	<b>3,240,941</b>	<b>100%</b>
<b>TOTAL DEL MERCADO</b>	<b>1,953,477</b>		<b>3,915,520</b>		<b>5,210,606</b>	

Muestra los volúmenes transados en bolsa, entre 1991 y 1993, separando el mercado primario del secundario. Tiene una clasificación dentro del mercado primario que es el rubro concerniente a los certificados de cambio. Ellos son títulos del mercado secundario por cuanto este mecanismo se entiende como una simple titularización de ingresos ya recibidos o por recibir de un exportador, avalados por el Gobierno Nacional o por el Banco de la República, pero la Bolsa los involucra en el mercado primario ya que es un elemento de financiación que permite la movilización de recursos frescos a los sectores productivos de la economía. En esta cifra se consideran las negociaciones de certificados de cambio con más de 330 días al vencimiento. La conclusión es que a través del mercado bursátil, la gran mayoría del sector exportador acude a hacer líquidos los recursos, de ahí la importancia de los Certicambios como elemento de financiación.

En 1991 y 1992 el mercado bursátil movilizó cerca de \$1.3 billones y \$2.4 billones respectivamente, en recursos nuevos. En lo corrido de este año, entre enero y octubre, la suma se acercaba a los \$2 billones de recursos frescos movilizados al sector productivo. Por su parte, la cartera de crédito del sistema financiero se incrementó en \$1.78 billones y \$2.1 billones en 1991 y 1992 respectivamente.

#### BOLSA DE BOGOTA S. A.

### CONCENTRACION ACCIONARIA EN LOS PRINCIPALES MERCADOS EMERGENTES

	PORCION DE LA CAPITALIZACION BURSATIL, EXPLICADA POR LAS 10 ACCIONES DE MAYOR CAPITALIZACION (FIN JUN/93)	PORCION DEL VALOR TRANSADO, EXPLICADO POR LAS 10 ACCIONES MAS ACTIVAS (II TRIM/93)
AMERICA LATINA		
ARGENTINA	50,0	73,0
BRASIL	40,5	52,9
CHILE	46,2	61,1
COLOMBIA	76,6	66,5
MEXICO	33,8	51,1
VENEZUELA	62,3	90,0
ASIA		
COREA	25,6	12,9
FILIPINAS	59,8	49,0
TAIWAN, CHINA	32,9	23,0
INDIA	21,7	39,6
INDONESIA	38,9	40,0
MALASIA	37,3	13,4
PAKISTAN	33,8	56,9
TAILANDIA	35,3	33,7
OTROS		
GRECIA	46,5	51,1
JORDANIA	42,4	48,1
NIGERIA	48,2	45,0
PORTUGAL	51,9	36,1
TURQUIA	49,2	36,8
ZIMBAWE	50,6	50,8

Al comparar las cifras de ambos mercados en 1991, vemos cómo el crecimiento de la cartera del sistema financiero (\$1.781 billones de pesos) no dista mucho del crecimiento de recursos nuevos movilizados por la Bolsa en ese año (\$1.3 billones). En 1992 ocurre algo aún más significativo: mientras que se presenta un crecimiento bastante débil de la cartera en el sector financiero (\$2.1 billones), el mercado bursátil moviliza cerca de \$2.4 billones. Es la primera vez en la historia que el crecimiento de recursos nuevos del sector financiero, a través del mercado primario de la Bolsa de Bogotá, moviliza recursos frescos de financiación en un monto superior al sector financiero.

El crecimiento de la cartera del sector financiero a octubre 15 de este año es de cerca de \$3.8 billones; los crecimientos de recursos frescos movilizados por la Bolsa a lo largo de este año se acercan a los \$2 billones, es decir, un 52% de esos recursos movilizados.

Si bien se canalizan montos significativos a través del mercado de valores, éstos no son suficientes. A continuación se observan unas cifras que dan muestra del enorme potencial de este mercado, cifras que se refieren a la capitalización bursátil de algunos mercados emergentes y su relación con el PIB.

En el caso chileno, con un PIB de US\$36.000 millones para 1992, su capitalización bursátil se acercaba a los US\$30.000 millones, lo cual representa un 82% del PIB. En México la relación es bastante menor, el 35% para ser exactos. En otros países como Corea, Malasia, Indonesia y la India, buena parte del énfasis del financiamiento y de los modelos económicos se ha dado a través del financiamiento con recursos internos.

En 1991, Colombia escasamente tenía una participación cercana al 11% de su capitalización bursátil respecto al PIB. Esto quiere decir que un modelo de apertura económica como el que se está implantando en el país, que tiene algunas similitudes con el modelo chileno, debe garantizar en los próximos años un acercamiento de los niveles de capitalización bursátil al PIB, de tal manera que las empresas inscritas en la Bolsa, al listar sus acciones y obtener recursos por medio del mercado accionario, deben acercarse a niveles realistas.

Las cifras de concentración accionaria en los primeros mercados emergentes confirman ese diagnóstico; el mercado colombiano concentra en las diez principales acciones el 76% de su capitalización bursátil, mientras el 66.5% de las transacciones bursátiles de acciones están concentradas en las 10 acciones más negociadas del mercado.

En el caso chileno, el 46% de la capitalización bursátil se explica por las diez acciones de mayor movimiento y un 61.1% de las transacciones, por las diez acciones más activas.

## BOLSA DE BOGOTA S. A.

## MERCADOS EMERGENTES

PAIS	AÑO	PIB	CAPITALIZ.	C.B./PIB
		US\$ MILL.	BURSÁTIL US\$ MILL.	%
AMERICA LATINA				
CHILE	1992	36.134	29.644	82,04
MEXICO	1991	278.015	98.178	35,31
BRASIL	1991	216.894	42.759	19,71
VENEZUELA	1992	54.489	7.600	13,95
COLOMBIA	1991	38.390	4.036	10,51
ARGENTINA	1989	60.265	4.225	7,01
OTROS PAISES				
COREA	1992	85.481	107.448	125,70
MALASIA	1990	42.468	48.611	114,47
FILIPINAS	1992	15.224	13.794	90,61
INDONESIA	1991	11.188	6.823	60,98
INDIA	1991	211.060	47.730	22,61
ZIMBAWE	1988	5.650	1.067	18,88
TURKIA	1990	101.225	19.065	18,83
GRECIA	1991	69.666	13.118	18,83
PORTUGAL	1990	64.405	9.201	14,29
NIGERIA	1992	23.364	1.221	5,23

Cálculos: Bolsa de Bogotá  
Fuente: Quarterly Review of Emerging, 1991, 1993  
Emerging Stock Markets, 1990

En México, el 33.8% de la capitalización bursátil solamente se explica por las diez primeras, mientras que un 51% de las transacciones por las diez acciones más activas.

La segunda idea del documento, menciona la posibilidad que tiene el gobierno de financiarse por medio de deuda pública interna e impulsar simultáneamente el mercado de capitales. Se habla, igualmente, de la posibilidad de implementar algunos aspectos dentro de dicho mercado, para permitir al sector público usar este mecanismo de manera generalizada.

En este aspecto el autor sin duda tiene toda la razón. Esta idea se refiere al papel que cumple el sector público como "elemento fundamental para la promoción y fortalecimiento del mercado de valores", en la medida en que éste sustituye crédito externo por financiamiento interno, dadas unas condiciones favorables en materia cambiaria. Es más, ante la perspectiva superavitaria de la economía colombiana para la década de los noventa, en lo que al sector externo se refiere, es de esperar que el sector público juegue un papel relevante en el desarrollo del mercado de valores, aunque en ese papel se espera cada vez mayor relevancia de los títulos de crédito interno (bonos públicos y Títulos de Tesorería),

en menoscabo de papeles cuya función exclusiva sea la contracción o esterilización monetaria (TP y Certicambios).

Otro de los puntos fundamentales que la ponencia trata de rescatar se refiere al principio de especialización de los recursos respecto al origen de los mismos; creo que se han removido la mayor parte de los obstáculos tributarios que anteriormente se aducían como algunas de las causas para que el mercado de valores no repuntara, pero en dirección principalmente de los inversionistas. Colombia es, en efecto, un paraíso fiscal para los tenedores de acciones por cuanto tienen exención sobre ganancias ocasionales en la negociación y en los dividendos que ellas generan. Sin embargo, aún puede existir un sesgo tributario para los emisores y los generadores de papeles, lo cual ha disminuido la oferta de títulos en el mercado accionario que es definitivamente una de las debilidades estructurales de nuestro mercado de capitales.

Se han desarrollado modelos que identifican estos sesgos. Uno de ellos captura variables como la inflación, la porción del gasto financiero no deducible antes del año 92 y posteriormente a la reforma de 1986, la tasa de interés de captación, la tasa de interés de colocación, el monto de la renta personal, la tasa impositiva personal y la tasa impositiva de la sociedad anónima. Para ello, identifica la estructura tributaria de las empresas a través de modelos de costo de capital: el costo de capital accionario se formula como la tasa de interés de captación o, medida contra la tasa de tributación de la sociedad anónima; el costo de capital de deuda se mide como la tasa de interés de captación en bonos o colocación en el sistema de intermediación financiera, contra la tributación de la renta personal de los individuos; la inflación con respecto a la porción que era deducible antes de los ajustes por inflación y, a partir del año 92, la no deducibilidad plena de los mismos.

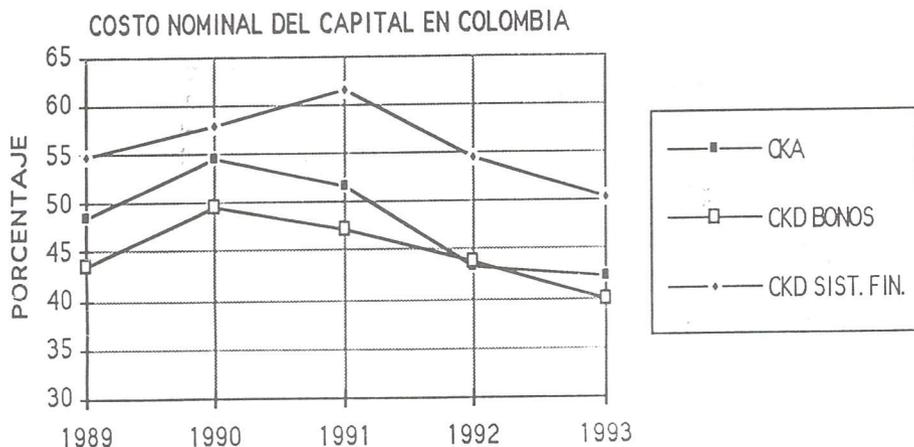
De esa manera se llegó a resultados que muestran (ver gráfica) el costo de capitalización con respecto al costo del endeudamiento.

En la línea del punto más pequeño se puede ver el costo del financiamiento por la vía del endeudamiento con el sector financiero que a partir del año 89, antes de la reforma tributaria, estaba totalmente invertido; el costo de capital accionario y de deuda con el sistema financiero estaba por encima del costo de emisión de deuda. A partir del 86 se invierte y desde el año 89 al 93 se mantiene, con el descenso en los años 92 y 93. En el año 92 el costo de capital accionario logra equilibrarse con el costo de bonos. De todas maneras, el costo del capital accionario, dadas la diferencias de tributación de la sociedad anónima y del individuo, permanece por encima del costo de emitir deuda como bonos. Solamente en el año 92 se equilibran, pero a partir de la nueva estructuración tributaria, de nuevo el costo de capital accionario se ubica ligeramente por encima del costo de endeudamiento con bonos. Bajo este modelo, para que se elimine definitivamente cualquier sesgo en contra de la capitalización, debería reducirse la tributación de las sociedades.

Existen algunos estudios desde el punto de vista del inversionista sobre las rentabilidades comparadas de las acciones con respecto a bonos y a otros

## BOLSA DE BOGOTA S. A.

## COSTO DE LA CAPITALIZACION RESPECTO AL COSTO DEL ENDEUDAMIENTO (%)



papeles. Uno de ellos recoge los rendimientos de las acciones comparados con los bonos del Tesoro Americano, a veinte a cinco años, y con los papeles comerciales del tesoro a corto plazo. Comprende desde 1926 hasta 1992, incluyendo el famoso *crash* del año 29 de la Bolsa de Nueva York. Dicho estudio concluye que las acciones a lo largo de los 65 años estudiados, frente a los bonos del Tesoro Americano, son las únicas que no tienen ningún riesgo. La verdadera capitalización de los individuos y, en general, del ahorrador, está dada por las acciones que a lo largo de los 65 años se valorizaron en 3130.7%, mientras que la inversión en bonos del Tesoro Americano a veinte y a cinco años, escasamente produjo una capitalización de sumas entre el 23% y el 26% efectivo anual. Es decir, la capitalización por la vía de la renta fija es bastante precaria, en muchos casos escasamente por encima de los niveles inflacionarios, sin permitir una verdadera acumulación de capital en los individuos.

En los Estados Unidos se hizo una réplica de ese mismo trabajo para el mercado colombiano, particularmente para la Bolsa de Bogotá; se analizó, a través de los quince años anteriores, el comportamiento de la renta fija, representado con una mezcla de títulos emitidos por el gobierno y los rendimientos de las 19 acciones más transadas durante esos años, escogidas aleatoriamente. Se tuvo en cuenta también la tasa real de rendimiento de los títulos y la tasa real de rendimiento para las acciones. Si bien durante comienzos de los años 80 hubo rentabilidades negativas en el caso de las acciones, se dieron las tasa reales más altas de remuneración al ahorro; a lo largo de este período, la acumulación y la capitalización por la vía de la inversión en acciones termina siendo bastante superior a la inversión en títulos gubernamentales.

## Conclusiones

El Estado tiene ventajas comparativas para financiarse a través del mercado de valores y de la emisión de deuda pública interna, pero esas ventajas que vía a derivar por obtener financiación interna, debe invertir las a través de una estructuración tributaria que impulse la emisión de capital de riesgo por la vía de una reducción del impuesto a la renta a la sociedad anónima inscrita en la Bolsa, con particular énfasis en aquellos sectores económicos que requieran afrontar el proceso de apertura económica y también dirigido a aquellos agentes económicos que, mediante los procesos selectivos de privatización de esas actividades, decidan asumir el reto de actualizar y de modernizar la infraestructura del país, ya sea en los sectores viales, telefónicos, portuarios, etc. En la medida en que la tasa de tributación de la sociedad anónima se disminuya del 37.5% de hoy en día a niveles cercanos a los de la tributación personal, un 15% por ejemplo, será más fácil alcanzar este objetivo.

Está plenamente justificado que el gobierno utilice el mercado de capitales, ya que de esa manera se le otorga una estructura competitiva, para que éste contribuya con un acervo de recursos importantes que incrementen la profundización financiera de todo el sistema económico en general y actúen como la verdadera base de las fuentes de financiación, donde efectivamente haya una posibilidad mayor para remunerar al riesgo. El inversionista podrá allegar recursos y otorgarle al sistema financiero un papel complementario de la financiación con base en el mercado de capitales a través de la emisión accionaria, lo cual le permite manejar los diferentes niveles de riesgo involucrados en la actividad. De igual manera, no puede desconocerse la sana competencia que debe generarse entre la emisión de títulos de deuda para la financiación de corto, mediano y largo plazo con respecto al financiamiento con crédito del sector productivo.

Uno de los principales aportes del trabajo del doctor Bernal son las sugerencias para recuperar de nuevo el mercado de capitales, entre ellas podemos destacar:

1. La necesidad de ampliar la oferta estructurando de una manera más coherente la generación de un equilibrio tributario que incentive la emisión de capital accionario y el capital de riesgo y que configure un sistema financiero en el país que devuelva la concordancia entre el origen de los recursos y la aplicación de los mismos.
2. Por medio del mantenimiento de una financiación pública directa a través del mercado, debe actuarse sobre el fortalecimiento de la demanda, es decir, es imposible que el gobierno pueda utilizar el mercado de capitales sin que simultáneamente se le den estructuralmente dos aportes: un estatuto de inversionistas institucionales que lleve a la gran mayoría de ellos, bancos, compañías de seguros, fiduciarias, corporaciones de ahorro y vivienda, cuando actúan como inversionistas del mercado de capitales, a que converjan a un solo mercado, con el fin de que el gobierno pueda tener una mejor noción de la for-

mación de precios y pueda, a través de una concentración de esos inversionistas institucionales en el mercado, tener no sólo una verdadera liquidez en la misma demanda, sino que a su vez permita tener mucha claridad sobre los procesos de formación de precios.

# ESTRUCTURA DE CORRELACION EN EL MERCADO CREDITICIO COLOMBIANO

Martin Maurer\*  
Pilar Jaramillo\*\*  
Carlos Navas\*\*

## I. INTRODUCCION

**E**n los últimos años el sistema financiero ha experimentado profundos cambios tanto en su estructura como en su legislación. Entre estos cambios, la tendencia hacia una banca múltiple tiene probablemente el más profundo impacto sobre el funcionamiento del sector financiero. La Ley 35/93 es un paso decisivo en dirección hacia un sistema de banca múltiple sin romper de una manera contundente con la banca especializada (véase el análisis en Coyuntura Económica, 1993 y las opiniones en Lora et al., 1993, Debates de Coyuntura Económica, 1993, ANIF, 1993).

Hay un aspecto central que aún no se ha analizado con suficiente detalle y rigor en esta discusión. La banca especializada es defendida generalmente porque se supone que ella trae consigo barreras de cortafuego contra la transmisión de fluctuaciones de un servicio hacia otro dentro de la misma entidad. Este argumento es sin duda correcto, pero no es tan cierto que refleje todo el problema de la transmisión de fluctuaciones. Las entidades financieras tienen una interacción muy grande a través del mercado. Con una mayor profundización del mercado financiero colombiano, esta interacción crecerá

---

\* Investigador Asociado FEDESARROLLO y Profesor-Investigador en la Universidad Javeriana

\*\* Estudiantes del décimo semestre de la Universidad Javeriana

aún más y con ella la transmisión de fluctuaciones entre diferentes subsectores y entidades. Este tipo de riesgos, obviamente, no se puede evitar con la banca especializada. Si esta forma de transmisión de fluctuaciones es alta, las barreras de cortafuego sólo evitan una parte menor del riesgo. Las ventajas de la banca especializada, pues, pueden llegar a ser mucho menores que sus costos implícitos en términos de eficiencia.

Aunque el estudio de las correlaciones entre los diferentes subsectores y entidades es central para el análisis de la transmisión del riesgo, no existe un marco analítico ni estudios empíricos que permitan evaluar la importancia de esta interrelación en el sector financiero colombiano.

Las correlaciones entre los subsectores y entidades del sector financiero se derivan básicamente de tres fuentes de fluctuaciones: Primero, las fluctuaciones del mercado; segundo, las fluctuaciones particulares a un subsector; y tercero, las fluctuaciones aleatorias que afectan a una entidad. Este artículo se centra en la primera de ellas y su impacto sobre cinco diferentes subsectores del mercado crediticio colombiano desde 1990 hasta 1993. No se pretende, entonces, responder completamente al problema de la transmisión de fluctuaciones a través de la interacción entre subsectores. Más bien, se presenta el núcleo de un marco analítico que nos parece adecuado para arrojar alguna luz sobre este problema tan importante. La aplicación a los cinco subsectores en el mercado crediticio es una ilustración más bien que un análisis final; el número de sectores es pequeño y se incluyen solamente tres años en el estudio. Aunque consideramos los resultados como válidos, se debe ser cauteloso en la interpretación de los mismos.

El trabajo se presenta en el siguiente orden. En la segunda sección se desarrolla el marco analítico para el estudio propuesto. En la tercera sección se aplica este marco a los cinco subsectores del sector financiero colombiano. El artículo concluye con la interpretación de los resultados y con comentarios sobre el adelanto de la investigación.

## **II. LA ESTRUCTURA DE CORRELACION ENTRE DIFERENTES SUBSECTORES FINANCIEROS - ASPECTOS TEORICOS**

Las interdependencias entre subsectores o entidades en el mercado financiero se pueden expresar teóricamente con las covarianzas o los coeficientes de correlación. Sin embargo, hay dos desventajas en el uso de este instrumento puramente descriptivo. Primero, el número de covarianzas a calcular aumenta muy rápidamente: para  $n$  observaciones el número de coeficientes a calcular es  $(n * (n-1) / 2)$ . Con los cinco subsectores del mercado crediticio, el número de coeficientes a calcular es 10. Pero si el interés se concentra por ejemplo en las 24 entidades bancarias, el número de coeficientes a estimar sería 276. Con una desagregación aún mayor, el número sería prohibitivo para un análisis. Segundo, las covarianzas no permiten distinguir entre las tres diferentes fuentes de

correlación mencionadas anteriormente (fluctuaciones del mercado, fluctuaciones particulares a un subsector, fluctuaciones aleatorias).

Para entender la relación entre las fluctuaciones en el mercado y su impacto sobre la estructura y el tamaño de la correlación entre subsectores o entidades, se debe aislar la influencia sistemática del mercado de impactos sistemáticos o aleatorios que son particulares a un subsector o a una entidad. Este problema es analíticamente equivalente al análisis de los riesgos sistemáticos y específicos en la teoría de portafolio. Lo que estamos sugiriendo es que el marco analítico de la teoría del portafolio tiene una aplicación más amplia, útil para el análisis de la estructura del mercado financiero y la interacción de sus agentes.

En este contexto se parte de la siguiente relación lineal entre la tasa de crecimiento del subsector y la del mercado financiero:

$$C_i = \alpha_i + \beta_i \cdot C_m + \mu_i$$

$\alpha_i$  refleja el crecimiento intrínseco del subsector, es decir la parte del crecimiento sectorial que no está explicada por cambios en el mercado.  $\beta_i$  mide el valor esperado del crecimiento cuando el mercado crece ( $C_m$ ). Este factor es el centro de interés del estudio.  $\mu_i$  se interpreta como el conjunto de factores de incertidumbre que determinan el crecimiento del subsector.

$C_m$  y  $\mu_i$  son dos variables aleatorias con una desviación estándar de  $\sigma_m$  y  $\sigma_{\mu_i}$  respectivamente. Adicionalmente, es conveniente, aunque también restrictivo, introducir dos supuestos. Primero, que la variable aleatoria del subsector no tiene una correlación con el crecimiento del mercado (o la covarianza entre  $C_m$  y  $C_i$  es igual a cero). Segundo, que las variables aleatorias de los subsectores son independientes (o la covarianza entre  $\mu_i$  y  $\mu_j$  es cero).

La primera hipótesis no parece tan restrictiva; de todas maneras es el mismo supuesto que se hace al aplicar MCO a una función que vincula el crecimiento del mercado con el crecimiento de un subsector. El segundo, sin embargo, tiene una implicación más crítica. Por ejemplo, aplicado al análisis de entidades de diferentes subsectores, el supuesto impone la restricción de que no existe un efecto intrínseco al crecimiento del subsector aparte del efecto que se incorpora en el crecimiento del mercado. Se abstrae, entonces, de fluctuaciones particulares al sector, aunque una ampliación del modelo permitiría considerarlas.

De estos supuestos y de la regresión inicial se derivan tres relaciones (véase p.ej. Elton, Gruber, 1987, p. 100/101). El valor esperado del crecimiento del subsector es:

$$E(C_i) = \alpha_i + \beta_i * C_m$$

con  $C_m^*$  = crecimiento esperado del mercado. De esto se deriva una expresión para la varianza del crecimiento del subsector  $\sigma_i^2$

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 * \sigma_m^2 + \sigma_{e_i}^2$$

La varianza del crecimiento subsectorial se compone de la varianza del crecimiento del mercado (ponderado por un tipo de multiplicador) y de las fluctuaciones aleatorias. Nótese que las varianzas de una entidad son independientes de las fluctuaciones de otra. Esta hipótesis surge de la abstracción de la interacción entre subsectores y entidades.

Estas primeras dos funciones expresan la relación que tiene el subsector con el mercado. El beta expresa la parte sistemática en esta relación; el subsector está sujeto a estas influencias de una manera casi predeterminada. Si esta dependencia es muy alta - si el valor del beta es mayor que uno -, existe un mayor riesgo de que fluctuaciones negativas en el mercado castiguen fuertemente al sector. Por simetría, en presencia de un crecimiento alto del mercado, este subsector responderá en una forma más que proporcional.

La tercera relación - y la más importante - es la que correlaciona los subsectores así:

$$\sigma_{ij} = \beta_i \beta_j * \sigma_m^2$$

La función expresa el efecto de las fluctuaciones del mercado sobre la interacción entre subsectores. La transmisión de las fluctuaciones en el mercado se amplía o se suaviza dependiendo del valor del producto de los dos coeficientes beta.

### III. ESTIMACION DE LA INTERACCION EN EL SECTOR FINANCIERO COLOMBIANO

Las funciones (I) y (II) sugieren un procedimiento empírico muy fácil. Con datos históricos se estima el valor del beta en la función (I). El valor estimado se usa - conjuntamente con la varianza en la tasa de crecimiento del mercado - para estimar las covarianzas entre los subsectores con base en la relación (III).

El análisis de la estructura de correlación se hace para las colocaciones de los siguientes sectores financieros: bancos, compañías de financiamiento comercial, corporaciones de ahorro y vivienda, Caja Agraria y corporaciones financieras, utilizando datos mensuales desde diciembre de 1989 hasta abril de 1993.

En un primer paso se halló un indicador que refleje adecuadamente las fluctuaciones del mercado crediticio. Para este efecto se calculó un índice de colocaciones, definido como la sumatoria de los crecimientos ponderados de las entidades en cuestión. Esta ponderación se calculó con base en la participación

de cada intermediario en el mercado crediticio, como el promedio de cada uno de ellos sobre el promedio del total del mercado. Se entiende el total de colocaciones del mercado como la sumatoria de las colocaciones de los intermediarios tratados<sup>1</sup>. Se observó que la mayor participación la tienen los bancos con un 38% del total, seguidos por las CAV con un 30% y por las corporaciones financieras, las compañías de financiamiento comercial y la Caja Agraria en su orden respectivo.

Para analizar cómo el crecimiento del mercado, representado por el índice de colocaciones, influye en el crecimiento de las colocaciones individuales de cada entidad, se corrió la función (I). La relación incorpora efectos de estacionalidad, dado que las tasas de crecimiento son de un mes al otro. No existe ningún argumento para excluir estas fluctuaciones que son parte importante de las fluctuaciones que afectan a todos los subsectores y tienen un impacto sistemático sobre la estructura de correlación.

La función (I) permite calcular los coeficientes que reflejan el crecimiento intrínseco y el crecimiento inducido por el mercado. El valor del coeficiente alpha expresa el crecimiento particular de cada subsector. El coeficiente beta es una elasticidad entre el desarrollo del mercado y el desarrollo del sector financiero. Un valor mayor que 1 implica que el sector fortalece su posición en el mercado, mientras un valor menor que uno es evidencia de una pérdida de posición. Los betas obtenidos para cada una de las variables exógenas son los siguientes (ver Anexo 1 para las estimaciones):

Sector Financiero	Coficiente $\beta$	Coficiente $\alpha$
Bancos	0.81	0
CFC	1.36	0
CAV	1.28	0
Caja Agraria	0.50	- 1.29
CF	0.75	0

Las más influenciadas por el crecimiento general del mercado son las corporaciones de ahorro y vivienda y las compañías de financiamiento comercial. Los bancos y las corporaciones financieras se ven afectados un poco menos que proporcionalmente y la Caja Agraria en forma bastante subproporcional. Los alphas no significativos en todos los subsectores (excepto en la Caja Agraria) sugieren la ausencia de un crecimiento subsectorial independiente del crecimiento del mercado (un crecimiento intrínseco). La experiencia de la Caja Agraria, que es el único subsector que es al mismo tiempo una sola entidad, sugiere, sin

<sup>1</sup> Se tiene que anotar que la ponderación de solamente cinco sectores introduce una correlación espúrea en la relación entre crecimiento del mercado y crecimiento del sector, porque los subsectores grandes dominan el índice del mercado. Sin embargo, esta correlación espúrea no afecta el marco conceptual. Cuando se amplía la muestra incluyendo entidades (en vez de sectores) la ponderación individual debe ser mucho más pequeña. Por eso, la relación espúrea se pierde.

embargo, que al nivel de entidades existe una tasa de crecimiento intrínseco (una estimación de un  $\alpha$  significativo).

Los coeficientes sugieren, entonces, un bajo impacto de las fluctuaciones en el mercado crediticio sobre la Caja Agraria - tanto en períodos de crecimiento como de crisis. Como se esperaría son los sectores de las CFC y particularmente de las CAVs los que son mucho más sensibles a fluctuaciones en el desarrollo general del mercado.

Según los  $R^2$  de las estimaciones el desarrollo de bancos y CAVs se explica en aproximadamente un 40% por el desarrollo del mercado, mientras los otros subsectores tienen una influencia estocástica mucho más grande. Los  $R^2$  bajos implican que existen altos efectos aleatorios, específicos a los subsectores. De la relación (II) - donde  $\sigma_e^2$  es la varianza de los residuos de la función (I) -, resulta que la varianza de cada subsector se explica más por estas fluctuaciones que por las fluctuaciones en el mercado.

Para profundizar en el análisis y no limitarnos a observar la respuesta de cada sector al movimiento del mercado, tratamos de determinar la correlación entre sectores con la función (III). En el Cuadro 1 se presentan las covarianzas calculadas con esta relación, y las covarianzas totales de las series.

**CUADRO 1: COVARIANZAS ENTRE LOS SUBSECTORES**

Covarianza entre	Debida al mercado	Total
Bancos, CFC	5.364	0.000
Bancos, CAV	5.024	0.211
Bancos, Caja Agr.	1.946	3.083
Bancos, CF	2.940	2.012
CFC, CAV	8.472	0.691
CFC, Caja Agr.	3.282	-0.958
CFC, CF	4.957	1.745
CAV, Caja Agr.	3.074	0.916
CAV CF	4.643	-1.383
Caja Agr., CF	1.799	0.000

Los resultados<sup>2</sup> muestran una alta interacción particularmente entre CAV y CFC, y también entre CF y CAV por un lado y entre CF y CFC por el otro. Además, bancos y CAV y CFC están bastante integrados. Una baja dependencia mutua se observó para la Caja Agraria con los bancos y las CF. Las fluctuaciones en el mercado crediticio tienen poca influencia sobre los bancos y la Caja Agraria. Para los otros subsectores se puede esperar una mayor interacción debida a las fluctuaciones en el mercado.

Aunque la legislación existente impide la transmisión de fluctuaciones entre dos subsectores a través de la misma entidad, estos resultados sugieren que existe una transmisión importante a través del mercado. Como se ve del Cuadro 1, esta transmisión es más importante que la que se refleja en la covarianza total, debido a que factores aleatorios están actuando como reguladores del mercado y contrarrestando o suavizando los efectos de la transmisión. Volviendo a las demás relaciones, hay dos excepciones interesantes. Las covarianzas entre bancos y CF son casi iguales; el mercado parece determinar en esta instancia la relación entre los dos. La covarianza total entre bancos y Caja Agraria es mayor que la covarianza debido al mercado; este resultado es difícil de interpretar. Muy probablemente existe una relación sistemática entre los dos subsectores que invalide el supuesto de la independencia de la interacción entre dos subsectores.

La dependencia de factores puramente aleatorios para la estabilidad es problemática. El efecto regulador, en efecto, puede desaparecer con la profundización del mercado o incluso cambiar de signo al incluir en el análisis a la totalidad de entidades.

---

<sup>2</sup> Nótese que puede haber problemas de consistencia con los coeficientes debido a que no todos los residuos tienen una distribución normal. Las fluctuaciones para bancos, la Caja Agraria y las corporaciones financieras tienen distribución normal, mientras para las CAV y las CFC existe una distribución sesgada, como se puede ver de una prueba por normalidad en el Anexo 2. Los resultados y las conclusiones exigen un análisis más riguroso que incluya las variables que causan el sesgo en la distribución.

## Conclusiones

Con las limitaciones del análisis empírico que se mencionaron al comienzo pueden derivarse dos conclusiones del ejercicio realizado:

1. Existe una correlación bastante grande entre los subsectores del mercado crediticio. Los impactos de fluctuaciones en el mercado no se pueden evitar con la regulación de la banca especializada; esta protección no puede evitar todos los riesgos.
2. Sin embargo, las fluctuaciones particulares a los subsectores son mucho más importantes que las transmisiones intersectoriales. Con respecto a la implicación para la discusión del sistema bancario óptimo, se anota que los riesgos asociados con las fluctuaciones aleatorias en diferentes subsectores se pueden diversificar en un sistema de banca múltiple. Esta diversificación no se permite en un sistema de banca especializada. Por diversificación se entiende aquí tanto una reestructuración de la oferta de servicios como una financiación de pérdidas temporales en un subsector con ganancias temporales en otro subsector.

Con respecto al marco analítico, existen diferentes maneras de desarrollarlo. Primero, sería interesante aplicar el modelo a las entidades financieras y analizar el impacto del crecimiento y de las fluctuaciones del mercado financiero sobre éstas. Dicha desagregación permitiría también usar un indicador para fluctuaciones particulares a los diferentes subsectores. Medir estos efectos particulares es bastante difícil; los indicadores tienen que ser absolutamente independientes. Normalmente se trata de sacar índices subsectoriales independientes con el método de componentes principales. La covarianza entre dos entidades se determinaría en esta situación por la suma de diferentes productos entre diversas betas y las varianzas correspondientes al mercado y/o al subsector. Segundo, sería interesante analizar la correlación serial entre fluctuaciones aleatorias entre diferentes entidades. La inclusión de estas correlaciones permitiría analizar el impacto de problemas en una entidad sobre las otras entidades.

**ANEXO 1:****ESTIMACIONES DE LAS COEFICIENTES ALPHA Y BETA**

	$\alpha$ .	$\beta$	R <sup>2</sup>
Bancos	0.096 (0.330)	0.809 (0.145) <sup>***</sup>	0.43 <sup>***</sup>
CFC	0.886 (0.924)	1.364 (0.418) <sup>***</sup>	0.21 <sup>***</sup>
CAV	0.414 (0.569)	1.277 (0.257) <sup>***</sup>	0.39 <sup>***</sup>
Caja Agr.	-1.293 (0.423) <sup>***</sup>	0.495 (0.191) <sup>**</sup>	0.15 <sup>**</sup>
CF	0.620 (0.669)	0.747 (0.303) <sup>**</sup>	0.14 <sup>**</sup>

**ANEXO 2:****PRUEBA PARA RAIZ UNITARIA Y NORMALIDAD DE LOS RESIDUOS**

Residuos de (I)	Estacionario	Normalidad (Chi <sup>2</sup> )
Bancos	Si	0.6391
CFC	Si	411.76
CAV	Si	69.539
Caja Agraria	Si	0.86487
CF	Si	10.059

**BIBLIOGRAFIA:**

ANIF, 1993, La Multibanca y el Futuro del Sector Financiero, Bogotá.

Coyuntura Económica, 1993, Análisis Coyuntural: La organización del sistema financiero, 23/1, 54-60

Debates de Coyuntura Económica 27 , 1993, Banca universal o banca múltiple?, Bogotá.

Elton E.J., M.J. Gruber, 1987, Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, New York.

Lora E., L.A. Zuleta, S. Zuluaga, 1993, El fortalecimiento del sector financiero en el proceso de ajuste: Liberación y regulación. El caso colombiano, mimeo, FEDESARROLLO-BID, Bogotá.