Análisis Coyuntural

CUADERNOS DE ECONOMIA

Latin American Journal of Economics

Vol. 44 *Mayo 2007* *Nº 129*

INDICE/ CONTENTS

Subastando la Energía Eléctrica para Clientes Regulados: Equilibrio con Información Completa y Aversión al Riesgo 3
Francisco Caravia
Eduardo Saavedra

Efectos Distributivos de la Reforma de la Seguridad Social. El Caso Uruguayo 31
Álvaro Forteza

¿Puede el Diseño de un Torneo Deportivo Afectar su Asistencia? 59
Giorgo Sertsios

Convergencia y Estabilidad de los Tipos de Cambio Europeos: Una Aplicación de Exponentes de Lyapunov 91
Elena Olmedo
Ricardo Gimeno
Lorenzo Escot
Ruth Mateos

Evidence of a Bank Lending Channel for Argentina and Colombia 109
José Gómez-González
Fernando Grosz

Resúmenes en Español 127

INSTITUTO DE ECONOMIA
PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATOLICA DE CHILE

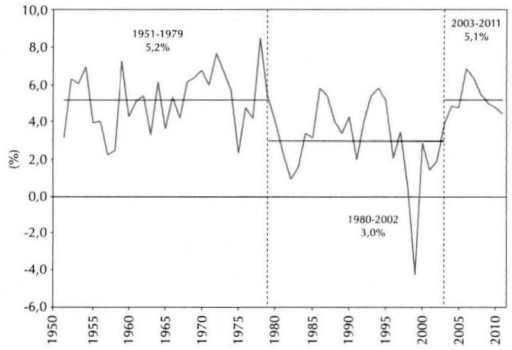
Auge económico y retos de política

El debate acerca de la política económica se revitalizado durante el presente año. En éste, los aspectos relacionados con el manejo monetario y fiscal han ganado importancia, aun cuando varios aspectos del entorno externo siguen siendo factores de preocupación.

El crecimiento de la economía colombiana ha sido sobresaliente, especialmente en los últimos años. Entre 2004 y 2006, la economía colombiana creció a una tasa promedio anual de 5,5%. De acuerdo con la proyección de Fedesarrollo para 2007 y 2008, (6,4% y 5,7%, respectivamente), es posible afirmar que el crecimiento del PIB registró en 2003 un cambio estructural "hacia arriba" (Gráfico 1). Lo que ello significa es que después de crecer a una tasa promedio de 3%, a todas luces insuficiente para superar los problemas económicos y sociales del país, el país saltó una senda de crecimiento mucho más favorable.

En un contexto como éste, el reto para la política económica es doble. En primer lugar, ésta debe procurar mantener las condiciones internas que permitan reducir la vulnerabilidad a choques internos y externos, de manera que la economía pueda

Gráfico 1. CRECIMIENTO ECONÓMICO (1950-2010)



Fuente: DANE y proyecciones y cálculos de Fedesarrollo.

sostenerse en esa nueva senda de crecimiento por un período prolongado. En segundo lugar, si bien toda economía presenta ciclos, debe procurar a través de sus instrumentos una suavización de los mismos.

De esta manera, el crecimiento económico resulta exigente para la política económica, tanto en el frente monetario como en el fiscal. En efecto, la política monetaria debe garantizar que no se desborde la inflación. Para la política fiscal también hay grandes retos, pues cuando la economía se encuentra en

la fase expansiva del ciclo, el sector público debe aumentar sus niveles de ahorro. Solo así podrá a través de sus instrumentos, especialmente de gasto, hacer que la desaceleración de demanda agregada asociada con la posterior fase descendente sea más suave. Con una política monetaria y fiscal que busquen y logren reducir las vulnerabilidades se pueden enfrentar mejor los ajustes que imponen eventuales reveses en las condiciones de la economía mundial y los cambios en la actitud de los mercados financieros internacionales en relación con las economías emergentes.

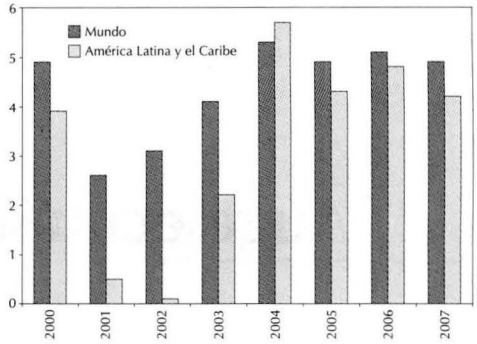
I. EL CRECIMIENTO ECONÓMICO

La economía colombiana se ha visto impulsada por el ciclo de crecimiento global. De acuerdo con cifras y estimaciones del Fondo Monetario Internacional, la economía global ha promediado un crecimiento 4,9% entre 2004 y 2007, frente a 3,7% del quinquenio inmediatamente anterior. Por su parte, América Latina ha registrado un crecimiento económico promedio de 4,4% entre 2004 y 2007 frente a un muy débil porcentaje de 1,4% del quinquenio anterior. Dentro de los factores externos que explican el buen desempeño económico de la región se encuentran (Gráfico 2): i) el dinamismo de la demanda por exportaciones, ii) los elevados precios internacionales de los productos básicos, iii) los niveles relativamente bajos de las tasas de interés y iv) la recuperación de los flujos de capital, especialmente de inversión extranjera directa.

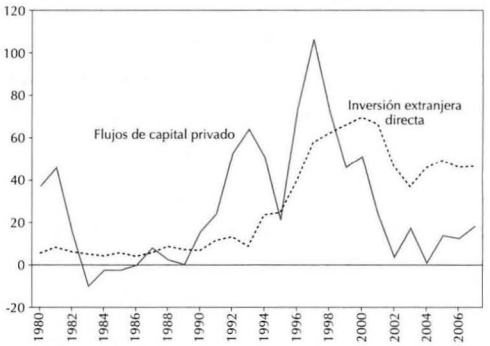
El buen desempeño de la economía colombiana también se ha sustentado en elevados niveles de confianza en el país, los cuales han alcanzado máximos históricos (Gráfico 3). De hecho, de acuerdo con la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo, las actuales condiciones económicas y socio políticas para la inversión son las mejores desde 1994. Por su

Gráfico 2. CONDICIONES DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

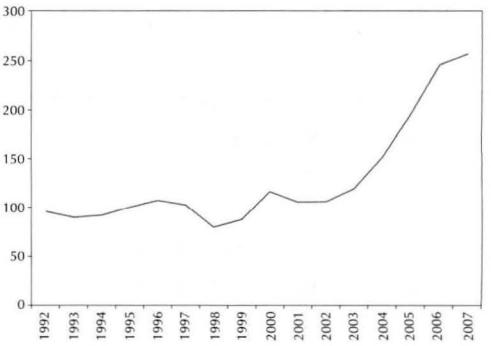
Crecimiento del mundo y de América Latin
(%)



Flujos de capital privado e IED hacia América Latina
(Miles de millones de US$)

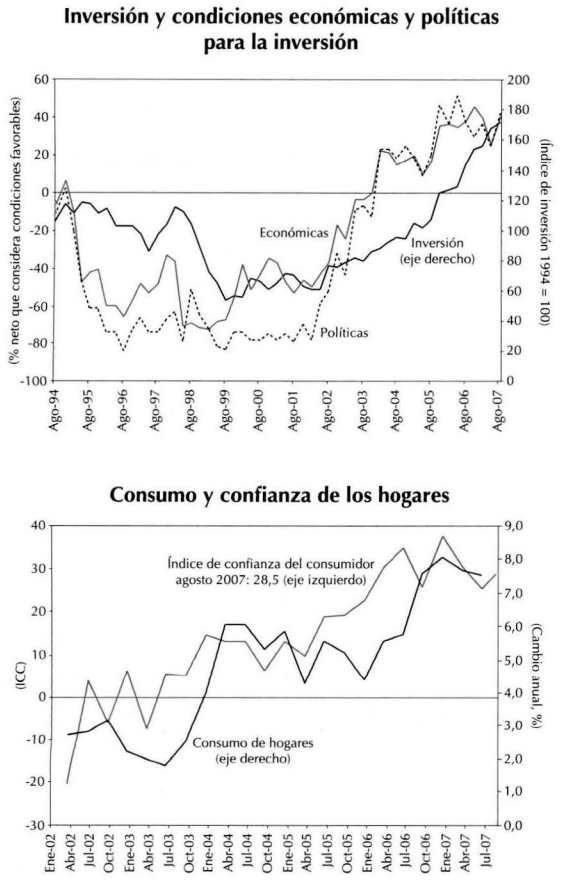


Índice de precios de los productos básicos
(1995 = 100)



Fuente: WEO -IMF.

Gráfico 3. CONFIANZA DE LOS EMPRESARIOS Y LOS HOGARES



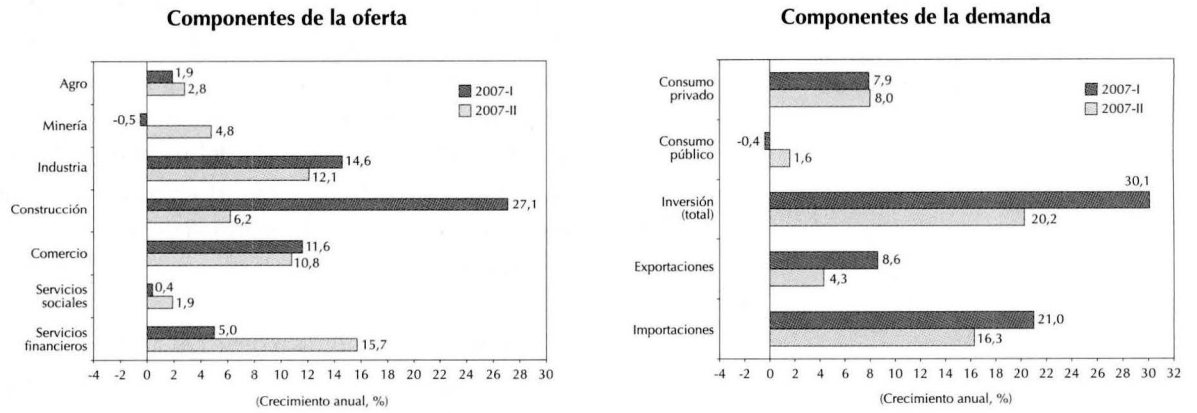
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo y cálculos de Fedesarrollo con cifras del DANE.

parte, el consumo de los hogares muestra un repunte acorde con la mayor confianza que exhiben las familias. Si bien las mejores condiciones económicas de los últimos años han influido en la percepción de los agentes económicos, no cabe duda de que la mayor sensación de seguridad, derivada de la mejora en indicadores de violencia y criminalidad también ha influido en la recuperación de los índices de confianza. Para dar algunos ejemplos, la tasa de homicidios se redujo de niveles de 70 por cien mil habitantes a comienzos de los años 90 a tasas inferiores a 30 por cien mil habitantes en 2007. Por su parte, la tasa de secuestros se redujo de cerca de 9 por cien mil habitantes en el año 2000 a menos de 1 por cien mil habitantes en 2007. También es cierto que las mejores condiciones del mercado laboral, donde han aumentado tanto el empleo como los ingresos, son fuentes de seguridad económica para los hogares.

El crecimiento económico de 2006 alcanzó la tasa más elevada de los últimos 30 años: 6,8%. Este ritmo se ha mantenido en el primer semestre de 2007. El Producto interno Bruto aumentó en términos anuales 8,11% en el primer trimestre de 2007 y 6,87% en el segundo, es decir, creció 7.5% en el primer semestre del año. Por el lado de la oferta, el crecimiento ha abarcado prácticamente todos los sectores económicos. Las actividades más dinámicas han sido la construcción, con un crecimiento de 16% en el primer semestre de 2007 frente al mismo período de 2006, industria (13,3%), comercio (11,22%), transporte y comunicaciones (11,20%) y establecimientos financieros (10%). Los sectores económicos con un desempeño menos favorable fueron: minería (2,07%), agropecuario (2,38%) y electricidad, gas y agua (2,80%) (Gráfico 4).

Al igual que en el año anterior, en 2007, la demanda interna ha sido el principal motor del crecimiento económico. Después de crecer a una tasa de 6,6% en 2006, el consumo de los hogares aumentó a una tasa de 8% en el primer semestre de 2006. El consumo público, por su parte ha registrado un bajo dinamismo en lo que va corrido del año (1,6% en el primer trimestre y -0,4% en el segundo), lo cual es entre otras una buena noticia. La inversión, también exhibió un sobresaliente aumento en el segundo trimestre de 2007 (30,1%), mayor al observado durante el primer semestre (20,2%). Al contrario,

Gráfico 4. CRECIMIENTO DEL PIB, LA OFERTA Y LA DEMANDA



Fuente: DANE.

el sector externo ha contribuido negativamente al crecimiento del PIB debido a que en los dos primeros trimestres del año las exportaciones crecieron a un ritmo significativamente menor que el de las importaciones. Para el segundo trimestre de 2007, las importaciones se incrementaban a una tasa de 21% en términos reales, mientras las exportaciones lo hacían a un ritmo de 8,8%, lo que pone en evidencia el incremento en el déficit comercial con el exterior.

Vale la pena resaltar tres fenómenos que han acompañado el crecimiento económico de los últimos años y que se mantienen en 2007. El primero, es una noticia favorable, una reducción gradual en la tasa de desempleo[1]. El segundo, es una ampliación en el déficit en cuenta corriente. Por último, el crecimiento de la demanda agregada en exceso del PIB (oferta) se ha traducido en presiones inflacionarias, lo cual unido a choques de oferta y factores externos, ha generado justificadas preocupaciones a las autoridades monetarias.

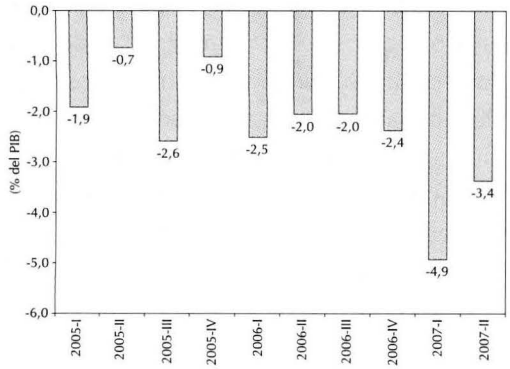
En efecto, la tasa de desempleo se redujo de 12,6% en agosto de 2006 a 11,8% en el mismo mes de 2007 en el nivel nacional, y de 12,7% a 11,1% en el área urbana. Como puede observarse, frente a años anteriores, este descenso en el desempleo ha perdido ritmo, aunque todavía no se conoce con certeza si ello se debe a cambios metodológicos y operativos que introdujo el Dane a la Encuesta Nacional de Hogares desde el segundo semestre del año anterior.

Por su parte, durante el primer semestre de 2007, Colombia registró balance en cuenta corriente deficitario equivalente a 3,9% del PIB (US$3.211 millones). Cabe resaltar que el resultado obtenido en los dos primeros trimestres del año (-4,9% y 3,4% del PIB, respectivamente) es bastante más elevado que el observado desde inicios de 2005, lo cual muestra una tendencia que podría llegar a ser preocupante. La balanza comercial (de bienes) que pasó de un superávit de US$387 millones a (US$986) millones entre el primer semestre de 2006 y el primer semestre de 2007, lo cual, a su vez, obedeció a un crecimiento

[1] En este análisis no se discuten los problemas metodológicos que han rodeado las cifras de desempleo en Colombia en los últimos meses. Sobre este tema se puede consultar la Tendencia 62 de 2007.

de las exportaciones (14,7% en dólares) (Gráfico 5) menor que el de las importaciones (26,8%).

Gráfico 5. BALANCE EN CUENTA CORRIENTE



Fuente: DANE, Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

A primera vista, este déficit no parece elevado frente al registrado por Colombia durante otros períodos de auge económico. Además hay otros dos elementos que matizan parcialmente la ampliación en el resultado negativo del sector externo. El primero es que una parte importante de las importaciones corresponde a compras de bienes de capital para sostener el fuerte ritmo de expansión de la inversión. No sobra, sin embargo, mencionar que las compras externas de bienes de consumo también aumentan a una elevada tasa (33% entre el primer semestre de 2006 y el primer semestre de 2007). El segundo aspecto para tener en cuenta es que la financiación del mayor déficit se ha dado principalmente a través un sensible incremento de la inversión extranjera en el país. En efecto, durante el primer semestre del año, Colombia recibió ingresos netos de inversión extranjera directa US$4.109 millones de dólares, equivalentes a 5% del PIB. Sin embargo, el endeudamiento del sector privado con el exterior también mostró un significativo aumento entre el primer semestre de 2006 y el mismo período de 2007 (de US$287 millones a $2.511 millones).

No obstante, no deja de inquietar la ampliación del déficit en las cuentas externas, que en términos macroeconómicos sugiere que los agentes económicos están gastando más allá de sus posibilidades. Por otro lado, en materia de cuenta corriente de la balanza de pagos, Colombia se aparta del estándar internacional. En efecto, como lo muestra el Gráfico 6, Colombia exhibe una ampliación del déficit en cuenta corriente mientras en la región, en promedio, presenta una tendencia contraria. Para 2007, de acuerdo con las estimaciones del FMI, la región registrará un superávit en este rubro de la balanza de pagos equivalente a 1% del PIB (Gráfico 6).

Gráfico 6. HEMISFERIO OCCIDENTAL: BALANCE EN LA CUENTA CORRIENTE



Fuente: WEO-FMI.

Por último, como se mencionó antes, el crecimiento ha sido impulsado por el comportamiento de la demanda. En la práctica, desde mediados de 2004 se tiene que la demanda agregada está creciendo a un ritmo mayor que la oferta (PIB) (Gráfico 4). La brecha entre ambos agregados ha venido ampliándose en el tiempo. Para junio de 2007, la demanda crecía a tasas cercanas a 10%, mientras la oferta lo hacía a un ritmo de 7,5%. De mantenerse este comportamiento por un tiempo prolongado, pueden surgir presiones inflacionarias, como en efecto se han evidenciado desde finales de 2006 y especialmente en los prime-

ros meses de 2007. Cabe esperar que frente al fuerte aumento de la inversión en maquinaria y equipo, se dé una significativa ampliación de la capacidad productiva. Sin embargo, hasta ahora lo que se ha venido observando es una elevada utilización de la capacidad instalada, lo cual indica también un exceso de demanda en la economía.

II. INFLACIÓN, POLÍTICA MONETARIA Y TASAS DE INTERÉS

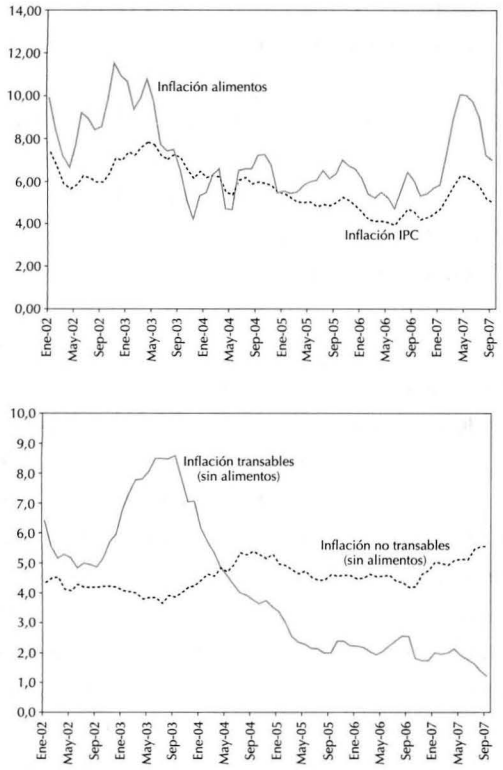
A pesar de los mejores resultados en los últimos meses, en 2007, la inflación ha registrado un comportamiento desfavorable frente a lo esperado por el Banco de la República y el mercado. Es preciso comenzar anotando que el Emisor fijó la meta de inflación para este año en un rango de 3,5%-4,5%, con un objetivo puntual de 4%. Para septiembre, la tasa de inflación en año corrido se ubicaba en 4,67% y en año completo, en 5%. Ello sugiere que con alta probabilidad, el Banco de la República no cumplirá la meta de inflación en 2007.

El repunte de la inflación se inició desde finales del año anterior, como consecuencia de un incremento en los precios de los bienes regulados (Gráfico 7). La tendencia al alza en la inflación de este grupo de productos alcanzó su punto máximo en abril de 2007, cuando llegó a 7,7%. En los primeros meses del año, se sintieron con mayor fuerza las presiones inflacionarias, pero en este caso éstas se concentraron en su gran mayoría en los precios de los alimentos. La inflación de alimentos aumentó de 5,8% en enero de 2007 a 10% en abril del mismo año. Varios factores explican este comportamiento. Por una parte, el fenómeno del Niño golpeó con fuerza, aunque de manera transitoria, los precios de algunos alimentos. En segundo lugar, estos también se vieron afectados, de manera más duradera, por el dinamismo de la demanda venezolana por productos alimenticios, especialmente, carne. En tercer lugar, el aumento del precio internacional de algunos productos básicos utilizados en la fabricación de biocombustibles se trasladó a los precios internos de productos como el azúcar, cereales, aceites y oleaginosas. Por último, no puede descartarse que el dinamismo del consumo de los hogares también impactó en alguna medida la inflación de alimentos. Explicada en buena medida por el comportamiento de los precios de los alimentos y de los bienes regulados, la inflación total aumentó de 4,19% en octubre de 2006 a 6,26% en abril de 2007 (Gráfico 7).

Desde el quinto mes de 2007, tanto la inflación de alimentos como la de regulados comenzó a ceder, tal y como lo esperaba el Banco de la República. Sin embargo, a medida que este comportamiento toma forma, se hace cada vez más evidente que otros indicadores de inflación, como las diferentes medidas de inflación básica y especialmente, la inflación de no transables, no se revierten con la misma fuerza, o inclusive presentan una tendencia al alza. Así, la inflación de no transables aumentó de 4,2% en septiembre de 2006 a 5,1% en septiembre de 2007 (Gráfico 7). Por su parte, la inflación de no transables sin alimentos y sin regulados alcanzó un registro de 5,56% en septiembre. Ello quiere decir que, al tiempo que la inflación resultante de choques de oferta, de la demanda externa y del ajuste en los precios de los bienes regulados, sobre los que la política monetaria no puede actuar ha cedido, las presiones sobre los precios provenientes de la demanda no han desaparecido.

El comportamiento la inflación ha generado grandes preocupaciones al Banco de la República y un cambio de postura frente a lo observado en años anteriores. A lo largo de 2007 pueden distinguirse dos etapas en la política monetaria.

Gráfico 7. MEDIDAS DE INFLACIÓN

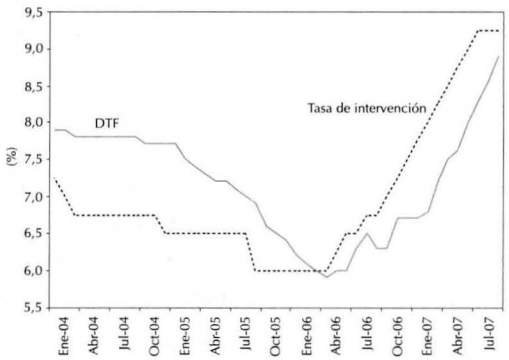


Fuente: DANE y Banco de la República.

En la primera, el Emisor, además de tener que tomar medidas para controlar el repunte inflacionario, tuvo que ocuparse también de la tasa de cambio, que presentó una significativa caída como consecuencia de la entrada de los recursos de privatizaciones realizadas a finales de 2006 y comienzos de 2007, y también de la entrada de nueva inversión extranjera al país. En esa primera etapa, que va desde enero hasta finales de mayo de 2007, al tiempo que el Banco adoptó una postura más restrictiva, a través de aumentos en las tasas de interés, realizó cuantiosas intervenciones en el mercado cambiario. De esta manera, entre mayo de 2006 y mayo de 2007, el Banco de la República elevó en once ocasiones su tasa de intervención, aumentándola de 6% a 8,75% en ese lapso, buscando quebrar las expectativas de inflación derivadas del aumento de los precios de los alimentos y los productos regulados (Gráfico 8). Por su parte, la compra de divisas por parte del Emisor, que intentaba contener la descolgada del tipo de cambio, produjo un aumento en el saldo de reservas internacionales netas de US$16.446 a US$20.409 millones entre enero y mayo.

A pesar de que una parte importante del incremento en el saldo de reservas fue esterilizada a través de operaciones de mercado abierto, estas dos líneas de acción por parte del Banco de la República fueron catalogadas como inconsistentes. Por lo menos, la fuerte intervención cambiaria no parece haber tenido efectos sobre el comportamiento de la tasa de cambio, cuando al contrario, puede haber demorado la transmisión de la política de aumentos en las tasas de intervención al resto de la economía (Gráfico 8). De la misma manera, los controles cambiarios adoptados a mediados de año, tanto por el Banco de la República, a través del depósito previo sobre el endeudamiento externo, como por el Ministerio de Hacienda, mediante el depósito sobre las inversiones externas de portafolio, tampoco resultaron efectivas para contrarrestar el efecto de

Gráfico 8. TASA DE INTERVENCIÓN Y DTF



Fuente: DANE y proyecciones y cálculos de Fedesarrollo.

la avalancha de recursos externos sobre la tasa de cambio. Cabe anotar que estas últimas dos medidas buscaban contrarrestar la apreciación cambiaria a través del control de las cantidades, no a través de cambios en los precios como se había propuesto hasta ese momento el Emisor. Adicionalmente, frente a la lenta transmisión de los aumentos de las tasas de intervención a la economía y la persistencia dinamismo del crédito, el Banco adoptó otra medida cuantitativa: la imposición de un encaje marginal a los depósitos en el sector. Estas últimas decisiones marcaron el comienzo de una nueva etapa en la política monetaria del año 2007.

En efecto, en vista de que las medidas cambiarias no tenían el efecto deseado y que la inflación seguía mostrando una tendencia indeseable, en junio el Banco de la República abandonó el mecanismo de intervenciones discrecionales en el mercado cambiario, lo cual le ha permitido concentrarse en el control de los precios. Desde junio, el Emisor ha producido dos aumentos adicionales en las tasas de intervención.

Sin embargo, esta política inició una pausa desde agosto, lo cual no respondió a que el Banco haya logrado su propósito en materia de inflación. Si bien, como se ilustró atrás la inflación de alimentos y de regulados ha cedido, la inflación de no transables evidencia una tendencia al alza, sugiriendo que las presiones de demanda sobre los precios están aún presentes. La pausa en el incremento de tasas ha sido conveniente dada la reciente volatilidad en los mercados financieros internacionales, a raíz de la crisis hipotecaria en Estados Unidos y, la incertidumbre sobre cómo se va a desenvolver y cuáles van a ser los efectos sobre la economía colombiana. Esta pausa también le da tiempo al Banco de la República para evaluar el efecto que han tenido las alzas anteriores sobre las tasas de interés del mercado y la demanda agregada. Como se observa en Gráfico 8, la DTF ha registrado un aumento similar al de la tasa de intervención del Banco de la República, aunque continúa siendo inquietante que todavía la segunda evolucione por debajo de la primera. Así mismo, el crédito del sector financiero quebró la tendencia que traía, pero aún exhibe tasas de crecimiento elevadas, especialmente en el caso de la cartera de consumo.

De hecho, de acuerdo con las minutas de su última reunión, la Junta Directiva del Banco de la República considera que a pesar de la notable reducción en el ritmo anual de inflación en agosto, ésta se mantiene por encima de las metas impuestas, además de que indicadores de inflación de demanda muestran una tendencia al alza y las expectativas de los agentes sobre la evolución futura de los precios evolucionan por encima de las metas. Adicionalmente, las inquietudes del Banco se hacen más agudas si se tiene en cuenta que si bien en años anteriores la revaluación ayudó a la inflación de transables, en los últimos meses esta contribución se ha reducido bastante. Por último, el Banco considera que el dinamismo de la demanda agregada cede más lentamente frente a lo inicialmente esperado.

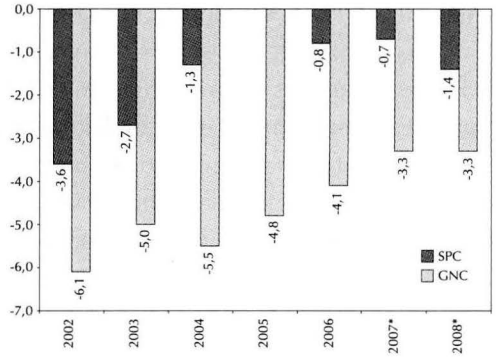
Lo anterior evidencia las preocupaciones que aún tiene el Emisor sobre el comportamiento futuro de la inflación, no tanto en lo relacionado con 2007, dado que con una alta probabilidad se va a incumplir la meta, sino para el año que viene. Por ello, es posible esperar que una vez se aligere la turbulencia en los mercados financieros internacionales, el Emisor retome la senda alcista de las tasas. De esta manera, resulta tanto deseable como previsible que antes de terminar el año, el Banco realice por lo menos un aumento de 0,25 puntos básicos en su tasa de intervención y máximo dos de la misma magnitud.

En relación con lo anterior, Fedesarrollo considera que el Banco ha reaccionado favorablemente, especialmente en dos ocasiones: a mediados del año, cuando decidió abandonar las intervenciones cambiarias para adoptar una política monetaria más coherente con el control de la inflación, y en los últimos dos meses cuando, debido a la volatilidad en los mercados internacionales, optó por hacer una pausa en la tendencia alcista de las tasas. Sin embargo, el Emisor deberá permanecer vigilante sobre el comportamiento de la inflación, en particular la de no transables, y evaluar constantemente si la economía requiere una postura monetaria más restrictiva o si basta con los trece aumentos ya realizados. Las cifras parecen favorecer, por ahora, la primera opción, y el probable cambio de tendencia en la tasa de cambio, refuerzan esta posición. Como se dijo al inicio, en un período de elevado crecimiento económico, resulta fundamental que la política monetaria procure por una estabilización del crecimiento de la demanda agregada en niveles sostenibles.

III. POLÍTICA FISCAL

En los últimos cinco años, el balance fiscal del Sector Público Consolidado (SPC) ha mostrado una notable mejoría (Gráfico 9). En efecto, el déficit pasó de 3,2% del PIB en 2001 a 0,8% del PIB durante 2006, pasando por una situación de equilibrio en 2005. Este resultado fue consecuencia de múltiples factores, entre los que se destacan un creciente superávit del Sector Descentralizado, el cual pasó de 2% del PIB en 2001 a 3,1% del PIB en 2006; una reducción del déficit del Gobierno Nacional Central (GNC) de 5,8% del PIB a 4,1% en este mismo período; un comportamiento estable de los balances fiscales del Banco de la República y del Fogafín y una reducción de los costos fiscales asociados con la reestructuración financiera. La mejor situación de las finanzas públicas también se refleja en una reducción de

Gráfico 9. BALANCE FISCAL DEL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO Y DEL GNC



* Proyectado
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

la relación deuda a PIB, la cual pasó de 53,9% en 2002 a 41,3% en 2006. La mejor situación de las finanzas públicas han llevado a una reducción de la relación deuda a PIB, la cual pasó de 53,9% en 2002 a 41,3% en 2006.

La reducción en el déficit del GNC es alentadora, ya que se dio aún teniendo que asumir, el Gobierno, el pago de las pensiones del ISS desde 2004 (por valor cercano a 1,3% del PIB). De hecho, por primera vez en muchos años, el GNC logró un balance primario positivo de 0,3% del PIB. Sin duda, la expansión económica de los últimos años ha tenido un efecto positivo sobre esta mejor situación financiera del GNC. Por ejemplo, durante 2006, los ingresos totales del GNC exhibieron un notable incremento, pasando de 16,1% del PIB en 2005 a 17,6% en 2006. Esta mejoría se explica por un aumento de los ingresos relacionados con el impuesto a la renta (0,6% del PIB entre 2005 y 2006), IVA externo (0,5% del PIB) y un incremento de los ingresos de capital, que aumentaron 0,3% del PIB en este mismo período, principalmente por los excedentes financieros provenientes de Ecopetrol ($2 billones). El alto nivel de los precios del petróleo fue un determinante importante de los buenos resultados de la

estatal petrolera. Por el lado de los gastos, la liquidez internacional y el comportamiento favorable de los fundamentales de los países emergentes, contribuyeron al mantenimiento de bajas tasas de interés, a la reducción de los spreads y a la revaluación de la tasa de cambio. Este panorama resultó propicio para que el Ministerio de Hacienda emprendiera un cambio en la composición del endeudamiento de la Nación, pasando de una relación de deuda interna-deuda externa de 50%-50% a una de 65%-35%. Como resultado, el pago de intereses de deuda externa se redujo en 0,3% del PIB, mientras que los intereses de deuda interna aumentaron en 0,9% del PIB entre 2005 y 2006. Finalmente, durante 2006 los gastos de funcionamiento disminuyeron en 0,3% del PIB, pasando de 15,6% en 2005 a 15,3% del PIB en 2006.

De acuerdo con las proyecciones del Ministerio de Hacienda, esta tendencia positiva en las cuentas fiscales se va a mantener en 2007. En efecto, después de que el Plan Financiero de diciembre de 2006 anunciara una meta de déficit fiscal del SPC de 1.3% del PIB en 2007, ésta fue revisada a 0,7% del PIB en el Plan Financiero de septiembre de 2007, básicamente como resultado de un incremento de las metas de recaudo tributario y del recorte de presupuesto por un monto de 0,2 puntos porcentuales, en línea con la recomendación de la Comisión Independiente de Gasto Público (CIGP). De la misma manera, el déficit del GNC que en un principio se proyectó en 3,9% del PIB, se espera que alcance 3,3% al final de 2007. Esta tendencia positiva se da a pesar de que, el sector descentralizado presentará un superávit de 2,3% del PIB, menor en 0,8% de PIB frente al arrojado en 2006, comportamiento que ya se había observado en 2006. Este menor superávit en este nivel de Gobierno se explica en buena medida por el mayor presupuesto de inversión, los mayores costos de operación comercial y el aumento en las transferencias a la Nación por parte de Ecopetrol y, porque el balance de los Gobiernos regionales y locales también sufrirá un deterioro (0,1% del PIB).

Para el año que viene, a pesar de que las condiciones internas y externas no cambian de manera fundamental, se proyecta un deterioro en las finanzas del sector público. En efecto, para 2008, la meta de déficit del SPC es de 1,4% del PIB, lo cual resulta consistente con una meta de superávit primario del Sector Público No Financiero (SPNF) de 2,6% del PIB y de 3.3% para el GNC. Ello quiere decir que la situación fiscal del GNC permanece inalterada entre 2006 y 2007, mientras que la del SPNF sigue deteriorándose ligeramente. El relativo deterioro de la posición fiscal obedece principalmente a dos factores, que el Gobierno espera se corrijan en el tiempo: la mayor carga de las obligaciones pensionales para el GNC y los efectos de la entrada en vigencia de la Reforma Tributaria de 2006, que afectan negativamente los ingresos por concepto de impuesto de renta. Pero además, el rechazo a la propuesta de la CIGP a la privatización de ISA e Isagen, algo que fue considerado en una primera versión del MFMP y se reflejaba en menores necesidades de endeudamiento del Gobierno, muestra un panorama de financiamiento menos favorable para 2008. En el momento actual, de gran incertidumbre en los mercados financieros internacionales y en el cual no se sabe a ciencia cierta cómo se va a desenvolver la crisis hipotecaria en Estados Unidos y cuáles serán sus efectos sobre Colombia, puede afirmarse que esas privatizaciones habrían sido muy convenientes.

¿Qué espera el Gobierno para el mediano plazo? De acuerdo con el Marco Fiscal de Mediano Plazo, MFMP, el déficit del Sector Público Consolidado oscilará alrededor de 1,4% del PIB entre 2008 y 2018, mientras el del GNC lo hará en torno a 2,7% del PIB en el mismo lapso. Vale la pena anotar que este escenario se basa en supuestos relativamente

optimistas, en particular en materia de crecimiento económico, que se supone, evolucionará alrededor de 5% hasta el 2018.

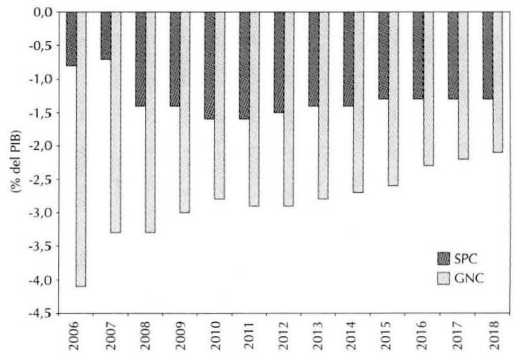
Lo que resulta interesante, sin embargo, es analizar lo que estas proyecciones implican en materia de balance primario, una medida que se aproxima más adecuadamente a la noción de sostenibilidad fiscal. Como se observa en el Gráfico 10, el escenario del Gobierno supone que el superávit primario del SPC estará alrededor de 1.7% entre 2008 y 2018, mientras el del GNC oscilará en torno a 0,8% del PIB en el mismo período. Ello permitiría que la deuda neta de activos financieros (definición del Ministerio de Hacienda) alcanzara 25% del PIB en 2018, garantizando de esta manera la sostenibilidad de las finanzas públicas.

La pregunta es si estas metas que se propone el Ministerio de Hacienda son suficientes para consolidar una posición fiscal sostenible en el largo plazo. En particular la pregunta es si el esfuerzo de ahorro que se ha hecho en estos años de auge económico es suficiente para blindar la economía frente a eventuales choques internos y externos que puedan ocurrir en un futuro. Los análisis realizados desde diferentes ángulos, si bien reconocen que ha habido avances, sugieren que el esfuerzo del Gobierno podría ser mayor. Cabe anotar que, como lo ha señalado Fedesarrollo en varias ocasiones, además de que la sostenibilidad no está del todo garantizada, las finanzas públicas colombianas adolecen de problemas de eficiencia, equidad y adaptabilidad[2].

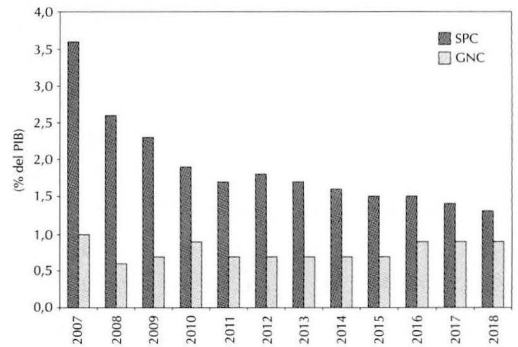
El Gobierno podría y debería realizar un mayor esfuerzo para que la política fiscal juegue un papel

Gráfico 10. PROYECCIONES DE BALANCE FISCAL EN EL MFMP

Déficit del SPC y GNC, 2007-2018



Déficit primario del SPC y GNC, 2007-2018



Fuente: CONFIS - MHCP.

anticíclico en la economía. Ello significa que debe ahorrar más en las actuales circunstancias para sostener los niveles de gasto público en momentos de desaceleración del crecimiento. De esta manera, la política fiscal contribuirá a suavizar los efectos de los ciclos económicos. Sin embargo, prácticamente todos los ejercicios académicos realizados para el caso colombiano, algunos con cifras hasta 2006, han concluido que en las últimas décadas Colombia ha mantenido una política fiscal procíclica, por lo que en épocas de alto crecimiento económico el gobierno no ahorra. En consecuencia, en los momentos de recesión, en los que los

[2] Para una discussion detallada sobre el tema ver Economía y Política, 32, agosto de 2007.

ingresos tributarios se reducen, las necesidades de gasto aumentan y el acceso del país a los mercados de capitales internacionales se hace más difícil, al Gobierno no le queda otra salida que recortar el gasto. Lo más grave es que generalmente el gasto que primero se reduce es el de inversión, que es el que cuenta con algún grado de flexibilidad. Así, en lugar de suavizar los efectos del menor crecimiento económico (manteniendo los niveles de gasto e impulsando la demanda agregada), estos se amplían y se profundizan. Lo que es aún peor, la reducción del gasto por lo general implica menores inversiones en sectores clave como infraestructura, educación y salud, transmitiendo de esta manera los efectos de la recesión a las futuras generaciones y reduciendo las posibilidades de crecimiento mucho más allá de la duración de la recesión.

Al analizar el comportamiento de las finanzas públicas en la fase actual del ciclo económico, el cual además ha sido tal vez el más favorable que ha experimentado Colombia en las últimas décadas, puede concluirse que los resultados de las finanzas públicas podrían ser aún mejores. En efecto, de acuerdo con el análisis de la CIGP, más o menos 0,7-0,8 puntos del déficit del GNC en 2006 (4,1% del PIB para el total y 0,3% del PIB para el primario), obedeció a los efectos del ciclo. Eso quiere decir que si se descuenta el componente cíclico (el efecto del buen desempeño económico), el resultante déficit total estructural del GNC, el que refleja la verdadera postura de largo plazo de la política fiscal, estaría alrededor de 5% del PIB y su déficit primario estructural alrededor de -0,8% del PIB, algo que es elevado para un momento económico tan favorable. Estimaciones utilizando un modelo de sostenibilidad de deuda muestran que para que el endeudamiento bruto del GNC se reduzca del nivel proyectado para finales de 2007, 43,4% del PIB, a un nivel razonable de 38,4% del PIB en el 2011, se requiere un superávit primario anual del GNC del orden de 2% del PIB (en promedio). Este resultado es más exigente que el que se plantea el MFMP para este año y los años venideros.

El análisis anterior sugiere que el Sector Público debe profundizar sus esfuerzos de ahorro, para lograr en el mediano plazo asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas. La economía está actualmente en "la cima" del ciclo y por lo tanto es el momento para hacer los mayores ahorros fiscales. En el futuro, cuando la economía modere su crecimiento la posibilidad de ahorrar se reduce. Pero además, en el corto plazo, este esfuerzo de ahorro también resulta imperante pues se requiere que la política fiscal contribuya también a la moderación del crecimiento de la demanda agregada, a reducir las presiones inflacionarias y a estrechar el déficit en cuenta corriente. Como se dijo al inicio, evitar un desbordado crecimiento de la demanda permitirá que el buen momento económico que ha experimentado recientemente el país se prolongue hacia el futuro.

IV. CONCLUSIONES

Colombia se ha ubicado en una senda de crecimiento más favorable de la que mantuvo durante cerca de dos décadas. Para lograr mayores niveles de desarrollo económico y social, no solo se requiere un elevado crecimiento por unos pocos años. Resulta imprescindible que hacia el futuro la economía se sostenga sobre este nuevo camino y que, en la medida de lo posible, los ciclos que caracterizan toda economía, sean lo más suaves posibles, pues los efectos económicos y sociales de ciclos amplios y profundos son muy buenos en la fase ascendente de los mismos pero también muy perjudiciales en la fase de desaceleración. En este propósito, el papel de la política monetaria y la política fiscal resultan cruciales.

En los últimos dos años, Colombia ha experimentado un crecimiento sobresaliente. El momento económico es tal vez el mejor de los últimos 30 años. Sin embargo, las cifras sugieren que la economía está experimentando un crecimiento acelerado de la demanda frente a la capacidad a la que puede aumentar la oferta, y comienzan a observarse algunos síntomas característicos de esta situación: la aparición de presiones inflacionarias y una ampliación del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Lo más apropiado que pueden hacer la política monetaria y la fiscal en situaciones como estas es adoptar una política anticíclica. En este sentido las autoridades monetarias deben estar muy atentas a los desarrollos en materia de inflación y evaluar si el aumento en la tasa de intervención realizado hasta el presente es suficiente, o si la economía requiere de una postura más contraccionista que permita una moderación del crecimiento de la demanda agregada, de manera que éste sea coherente con las metas de inflación. Así mismo, la política fiscal debe contribuir a esta moderación a través de un mayor esfuerzo de ahorro fiscal. Ello además es consistente con una postura anticíclica, a todas luces conveniente para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas en el largo plazo.