

*I*  
*ARTÍCULOS*

---

# LA POLÍTICA MACROECONÓMICA Y EL SECTOR FINANCIERO EN LA COYUNTURA ACTUAL

*La política macroeconómica, en particular sus componentes fiscal y monetario, es un factor crítico para la buena marcha del sistema financiero. En este artículo se analiza la relación entre la política macroeconómica y el comportamiento del sector financiero en la coyuntura actual, y se reafirma la importancia que tiene el ajuste fiscal para el crecimiento de la economía y para la estabilidad de su sistema financiero.*

*Por: Carlos Caballero Argáez\**

La economía colombiana está creciendo muy lentamente. Las proyecciones sugieren un crecimiento del PIB real en el presente año entre 0,9% y 1,6%. El Gobierno proyecta para 2003 un crecimiento del producto del 2,5%. De ocurrir así, en 2003 se completaría un período continuo de seis años (1998-2003) en el cual la economía habría funcionado por debajo de su nivel potencial. Es decir, la fase recesiva más larga de la historia reciente del país.

Como en otras partes del mundo, en Colombia, en una situación de desequilibrio fiscal

y deuda pública creciente, el comportamiento de la actividad productiva depende, fundamentalmente, de los choques externos, de los choques de productividad (la situación de violencia e inseguridad, entre otros), de la política fiscal, de la política monetaria y del sistema financiero.

La actividad económica fue influenciada en los últimos dos años por un entorno internacional adverso. Los términos de intercambio cayeron abruptamente desde mediados de 2000 y los flujos de inversión directa hacia Colombia, que llegaron a un punto máxi-

---

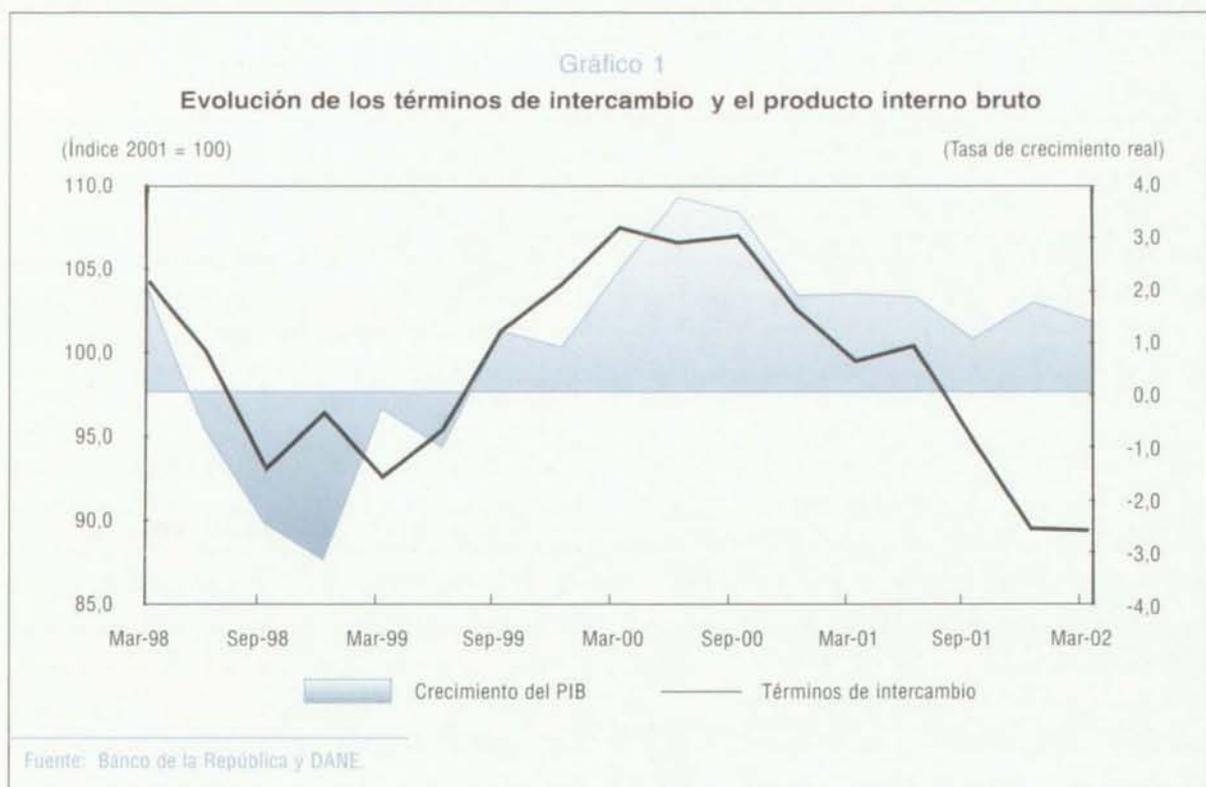
\* Director del Banco de la República. Presentación en el Seminario de Anif y Fedesarrollo, "La Economía y las Reformas al Inicio de la Administración Uribe", Cali, septiembre 12 de 2002. Las opiniones aquí consignadas no comprometen ni al Banco ni a su Junta Directiva. Se agradece la colaboración de María Teresa Ramírez, investigadora de la Subgerencia de Estudios Económicos, y los comentarios de Hernando Vargas, subgerente de Estudios Económicos del Banco.

mo en 1997, se redujeron sustancialmente en 1998 y 1999 (véanse gráficos 1 y 2). En el primer semestre de 2002 el movimiento de capital consolidado (registrado por la balanza cambiaria del Banco de la República) fue negativo cuando en el mismo período del año anterior había sido positivo<sup>1</sup>. Ambos, el sector privado y el público, registraron salidas netas de capital; si bien en el primer semestre del año anterior hubo salida neta de capitales privados, en el sector público se registraron entradas netas sustanciales por concepto de endeudamiento externo de largo plazo.

La caída de los flujos de capital es un fenómeno común en América Latina atribuible a

la percepción de riesgo de la región con posterioridad a los sucesos de Argentina de finales del año pasado y principios del presente, agravados, después, por la devaluación de las monedas de Brasil y de Uruguay. Esta percepción se refleja en los márgenes (*spreads*) sobre la deuda de los principales países de América Latina, tal como puede observarse en el Gráfico 3.

Infortunadamente, es previsible que esta situación se mantenga en los próximos 12 meses. En estas circunstancias la política fiscal, la política monetaria y el efecto combinado de ambas sobre el sistema financiero adquieren una relevancia especial. El cierre de los mercados internacionales de capita-

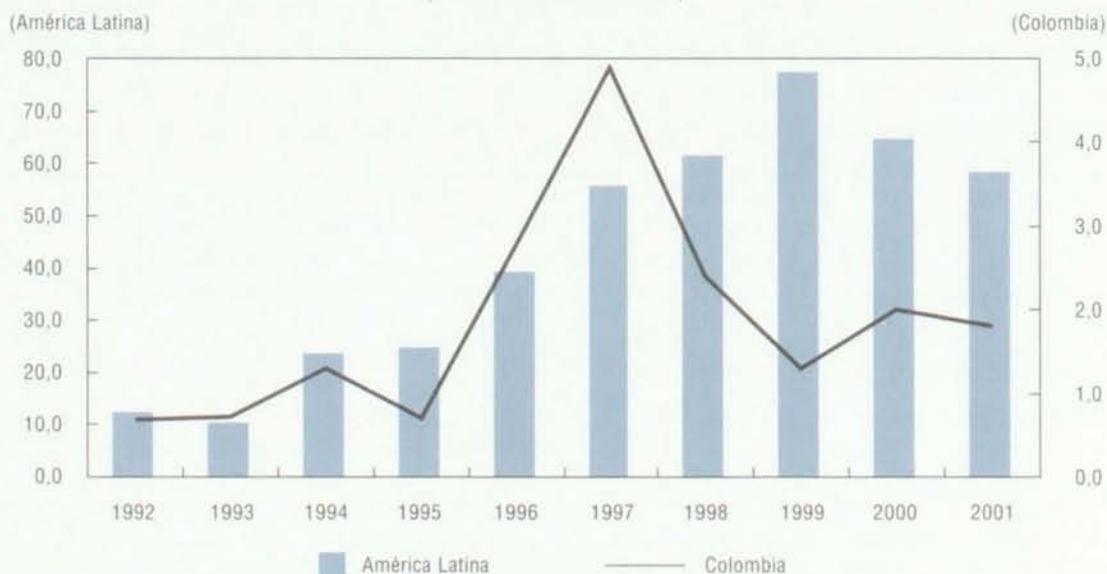


<sup>1</sup> La variación entre un año y otro es negativa en US\$1.153,7 millones.

Gráfico 2

## Evolución de los flujos de inversión extranjera a América Latina y Colombia, 1992-2001

(Miles de millones de dólares)



Fuente: Cepal.

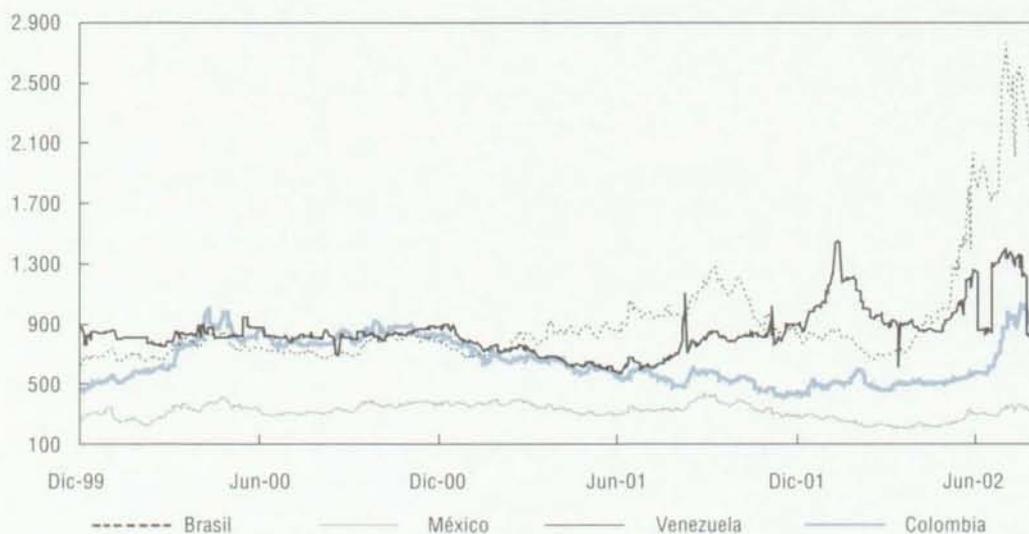
les para un país como Colombia genera expectativas de devaluación e incentiva fugas de capital. Ambos factores, a su vez, presionan al alza las tasas de interés y tienen un impacto negativo en el comportamiento del sistema financiero.

En este contexto la política macroeconómica, en particular sus componentes fiscal y monetario, se convierte en un factor crítico para la buena marcha del sistema financiero. El propósito de esta presentación es, precisamente, analizar la relación entre la política macroeconómica y el comportamiento del sector financiero en la coyuntura actual y reafirmar la importancia que tiene el ajuste fiscal para el crecimiento de la economía y para la estabilidad de su sistema financiero.

## I. LA POLÍTICA MONETARIA

Hace un año, en el seminario de Anif-Fede-sarrollo reunido en Cali señalé que la política monetaria no había sido obstáculo para lograr ritmos más elevados de crecimiento económico. Hoy se puede reafirmar ese planteamiento y sostener que la política monetaria continuó en los últimos 12 meses siendo expansiva. Tanto en 2001 como en 2002 la política monetaria se diseñó de tal manera que el comportamiento de los agregados monetarios fuera compatible con la proyección de crecimiento del producto originalmente fijada por el Gobierno, la cual, junto con la meta de inflación, constituye el punto de partida para definir la línea de referencia de la base monetaria que, a su vez, sirve de guía al Ban-

Gráfico 3  
**Spreads de la deuda soberana a 10 años de los países latinoamericanos (\*)**  
 (Puntos básicos)



(\*) Datos hasta el 31 de agosto de 2002.

Fuente: Bloomberg.

co para el suministro de la liquidez. Adicionalmente, como puede observarse en el Gráfico 4, la oferta de base ha superado ampliamente los parámetros de referencia utilizados por la Junta<sup>2</sup>. En estas circunstancias, lo que la Junta Directiva del Banco ha hecho es acomodar la demanda de base monetaria, lo cual ha permitido bajar y estabilizar las tasas de interés (Gráfico 5).

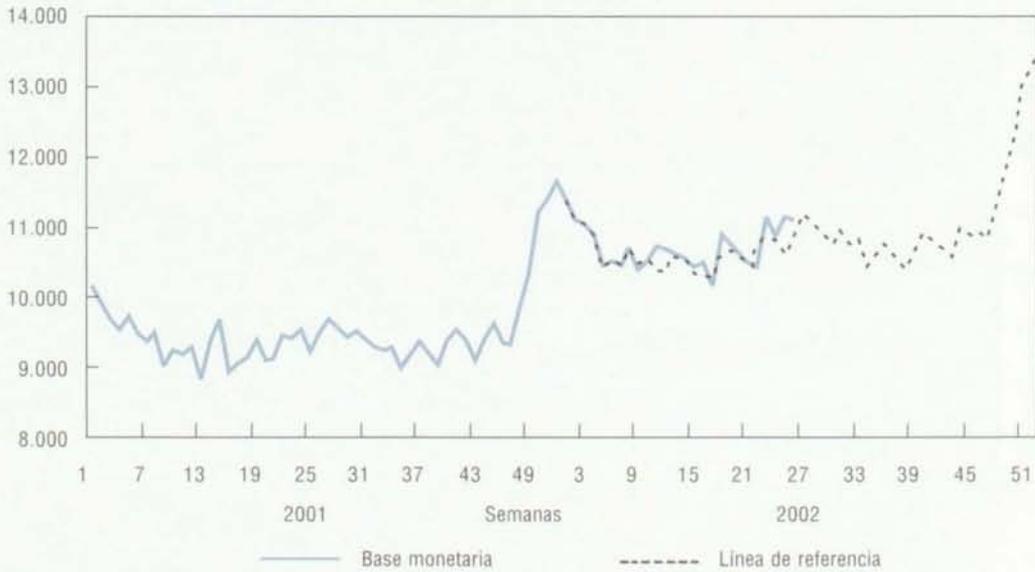
El rápido crecimiento de la base monetaria tuvo lugar por la presencia

de cambios en la demanda de efectivo por parte del público y por un aumento de los depósitos en cuenta corriente y de ahorros en el sistema bancario efectuados por las entidades del sector público. De hecho la mayor liquidez se venía observando desde finales del año pasado, pero se aceleró a partir del segundo trimestre del presente año estimulada por la caída de la tasa de interés pasiva. La disminución de las tasas de interés, a niveles inferiores a los

*El papel de la política monetaria continúa siendo mantener baja y estable la inflación y apoyar, de esta manera, el crecimiento de la economía. La expansión monetaria no ha obstaculizado el logro de un ritmo de inflación compatible con la meta establecida por la Junta Directiva del Banco de la República para el año 2002.*

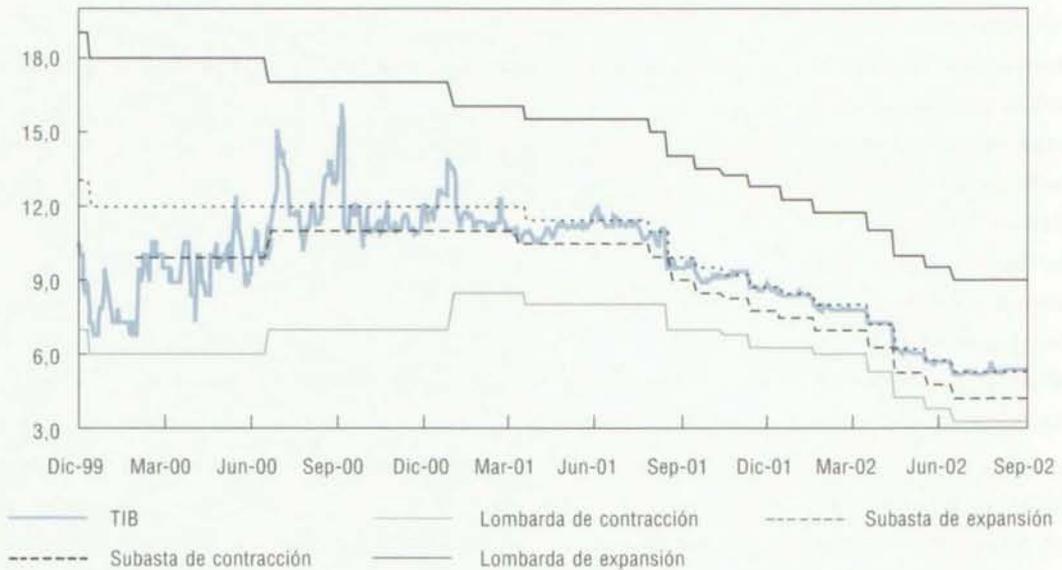
<sup>2</sup> El pasado 18 de agosto la base monetaria se expandía a un ritmo anual del 25,9% y el M1 al 29,0%. Un año atrás las cifras respectivas eran 12,5% y 7,6%.

**Gráfico 4**  
**Base monetaria y línea de referencia**  
 (Miles de millones de pesos)



Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 5**  
**Tasas interbancaria y de intervención del Banco de la República**  
 (Porcentajes)

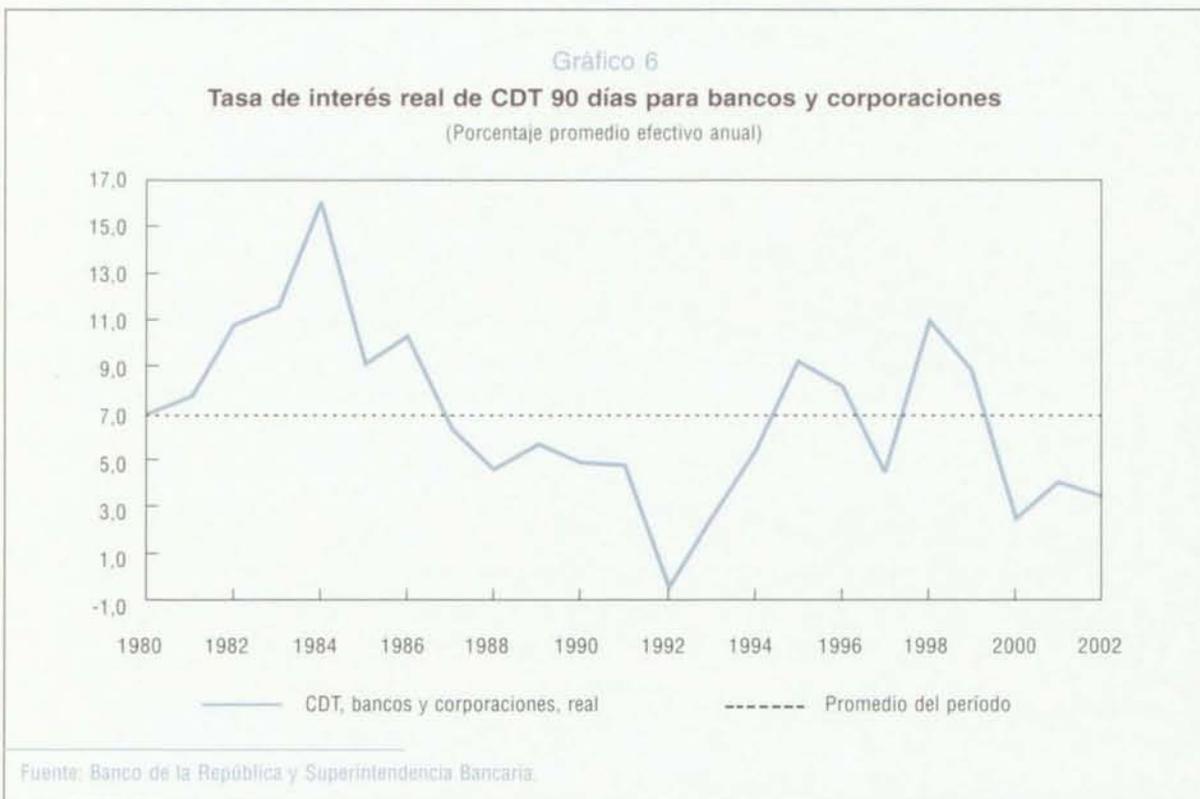


Fuente: Banco de la República.

promedios históricos, redujo el costo de oportunidad de mantener activos líquidos (Gráfico 6). A lo anterior se suma la existencia del impuesto a las transacciones (tres por mil) que, en la práctica, reduce el margen de remuneración que se obtiene por mantener CDT y otros activos menos líquidos, afecta negativamente su demanda y favorece la de las cuentas de ahorro, algunas de las cuales están exentas del pago de este tributo<sup>3</sup>.

*El sistema financiero en su conjunto arrojó utilidades en el año 2001 después de dos años consecutivos de registrar pérdidas, aunque los niveles de utilidad fueron inferiores a los observados con anterioridad a 1998.*

El papel de la política monetaria continúa siendo mantener baja y estable la inflación y apoyar, de esta manera, el crecimiento de la economía. La expansión monetaria no ha obstaculizado, entonces, el logro de un ritmo de inflación compatible con la meta establecida por la Junta Directiva del Banco de la República para el año 2002. La baja utilización de la capacidad instalada en los sectores productivos ha contribuido al resultado en materia de inflación. Pero no ha sido

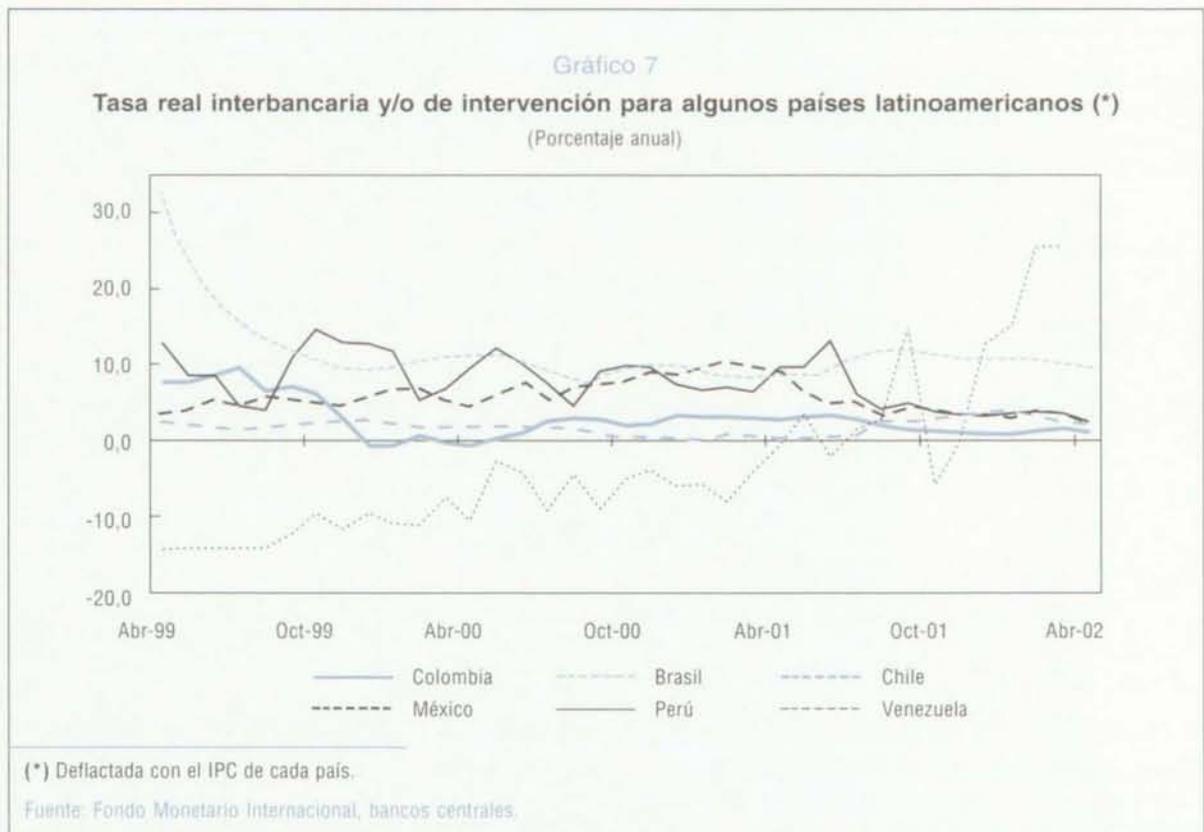


<sup>3</sup> Banco de la República. *Informe sobre Inflación*, junio de 2002, p. 16.

la causa única. Las expectativas de devaluación e inflación de los agentes económicos y la credibilidad del Banco de la República en este frente fueron también importantes. Es crucial que estas expectativas se mantengan en el futuro: el peor escenario económico posible es el de un crecimiento negativo con una inflación alta como sucede hoy en día, por ejemplo, en Argentina o en Venezuela.

En la actualidad, las tasas de interés de corto plazo en Colombia se encuentran entre las más bajas de América Latina, tal como se comprueba en el Gráfico 7. La tasa mínima de corte de la subasta de expansión del Banco de la República es negativa en términos reales (5,25%

nominal frente a un ritmo de inflación anual en agosto de 5,98%) y se redujo en 3,25 puntos porcentuales en lo corrido del año. Esta baja ha aliviado, sin duda, la situación de los deudores en la economía -el Gobierno Nacional, entre ellos- y ha servido para moderar el impacto de los choques adversos al ingreso disponible, como los mayores impuestos o la caída de los términos de intercambio. Sin embargo, los efectos de la expansión monetaria sobre la demanda y sobre el producto han sido limitados por la persistencia de la débil situación financiera de varios agentes de la economía y por la percepción de riesgo que las instituciones financieras tienen con respecto a la evolución de varios sectores económicos<sup>4</sup>.



<sup>4</sup> Banco de la República, *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, julio de 2002, p. 19.

---

---

Es por ello que las rebajas en el costo de los recursos provistos a los intermediarios no se reflejan en aumentos de la oferta de crédito, fenómeno este último al cual se hará referencia más adelante.

## II. LA SITUACIÓN DEL SECTOR FINANCIERO Y SUS RIESGOS

De acuerdo con el *Reporte de Estabilidad Financiera* publicado recientemente por el Banco de la República, el sistema financiero en su conjunto arrojó utilidades en el año 2001 después de dos años consecutivos de registrar pérdidas, aunque los niveles de utilidad fueron inferiores a los observados con anterioridad a 1998<sup>5</sup>. En el primer semestre del año las entidades reportaron utilidades por \$573 mil millones o el doble del monto obtenido durante todo el año pasado. La calidad de la cartera ha presentado una mejoría (Gráfico 8), aunque los índices de morosidad son muy altos y la rentabilidad del activo sigue siendo baja. La rentabilidad del sistema también se ha recuperado lentamente (en junio su nivel era la mitad del obtenido antes de la crisis financiera de 1998/99), particularmente la de los bancos no hipotecarios, a pesar del importante incremento en el cubrimiento de las provisiones sobre activos improductivos. En síntesis, la situación del sistema y de sus principales deudores confir-

ma la persistencia de cierto nivel de vulnerabilidad, concentrado especialmente en el caso de la banca hipotecaria.

El riesgo crediticio de los bancos no-hipotecarios se ha reducido y los indicadores de calidad de la cartera según la altura de mora, así como los indicadores de calidad de los créditos por calificación, muestran tendencia a la mejoría. El riesgo crediticio de los bancos hipotecarios se mantiene en un nivel alto y la tendencia de la evolución de la cartera es incierta, en la medida en la cual los indicadores

de ingreso y capacidad de pago de los hogares no muestra una tendencia muy firme hacia la mejoría.

Como se ha comprobado recientemente, el riesgo directo del sistema financiero a cambios en las condiciones

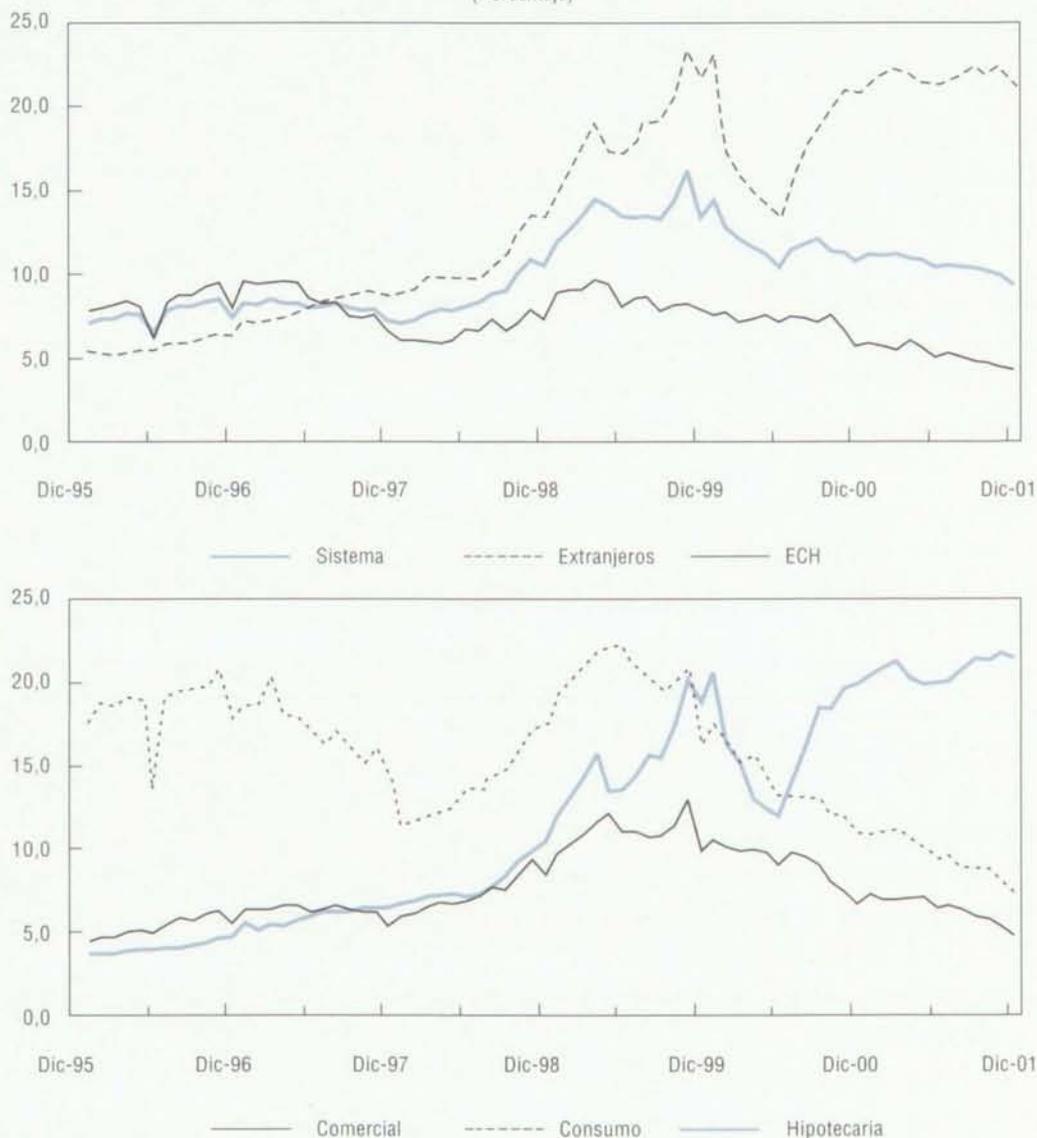
de la deuda pública es el más alto de los últimos tiempos. En los últimos siete años la exposición del sistema financiero al sector público (medida por el indicador de crédito interno neto del sistema al sector público como proporción del PIB) se elevó considerablemente. A tiempo que en 1995 la cartera pública y las inversiones del sistema en títulos del Gobierno Nacional se financiaron con base en depósitos provenientes del sector privado en una cuantía equivalente al 0,74% del PIB, en el año 2001 se utilizaron recursos del sector privado equivalentes al 5,05% del PIB para financiar

*El sistema financiero mantiene una exposición directa importante al incremento de la tasa de interés como consecuencia de la estructura del balance de los bancos hipotecarios y de la tenencia de títulos públicos.*

---

<sup>5</sup> Banco de la República, *Reporte de Estabilidad Financiera*, julio de 2002.

Gráfico 8  
**Calidad de la cartera: Cartera vencida / Cartera bruta**  
 (Porcentaje)



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

al sector público (Gráfico 9). De esta manera, no solamente aumentó la exposición del sistema al sector público sino que una cuan-

tía importante de recursos privados se canalizó, a través del sistema financiero, hacia el sector público<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> Caballero Argáez, Carlos (2002). "Una nota sobre la evolución, la estructura de la deuda pública y su implicación en el sistema financiero colombiano", Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos, *Borradores de Economía*, No. 200.

Gráfico 9  
**Crédito neto bruto y disponibilidades del sector público**  
 (Porcentajes del PIB)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

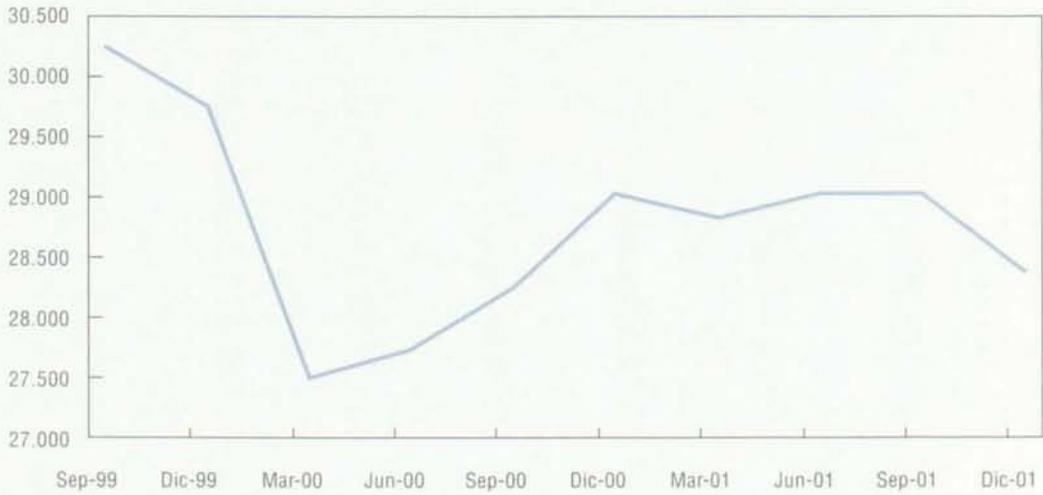
Por las razones anteriores, el sistema financiero mantiene una exposición *directa* importante al incremento de la tasa de interés como consecuencia de la estructura del balance de los bancos hipotecarios y de la tenencia de títulos públicos. Igualmente, hay una exposición sustancial derivada del efecto de eventuales incrementos en la tasa de interés sobre el sector real.

Por último, el sistema está expuesto a variaciones fuertes en la tasa de cambio como consecuencia, por una parte, del endeudamiento externo de los sectores no-transables -que continúa siendo alto- y, por otra, de la mayor dependencia de los sectores productores de bienes transables a la evolución de sus ventas en los mercados externos.

### III. EL PROBLEMA DEL CRÉDITO

En el mismo *Reporte de Estabilidad Financiera* publicado por el Banco de la República se consignan una serie de cifras y de hechos que describen una situación de ruptura del canal de crédito en la economía colombiana. Como se comprueba en los gráficos 10 y 11, la cartera comercial privada del sector financiero cayó abruptamente (22,1% en términos reales) entre septiembre de 1999 y diciembre de 2001 y la participación de los principales 1.000 y los principales 4.000 deudores se elevó en el mismo período en forma considerable (pasó de 80 a 87,5%), factor que actuó en detrimento de los pequeños deudores, cuya cartera se redujo en términos nominales en el mismo período.

Gráfico 10  
**Cartera comercial total**  
(Millones de pesos)



Fuente: Superintendencia Bancaria, Delegatura Técnica

Gráfico 11  
**Crédito a pequeños deudores**  
(Cartera comercial privada - Cartera comercial a 4.000 mayores deudores)  
(Miles de millones de pesos)



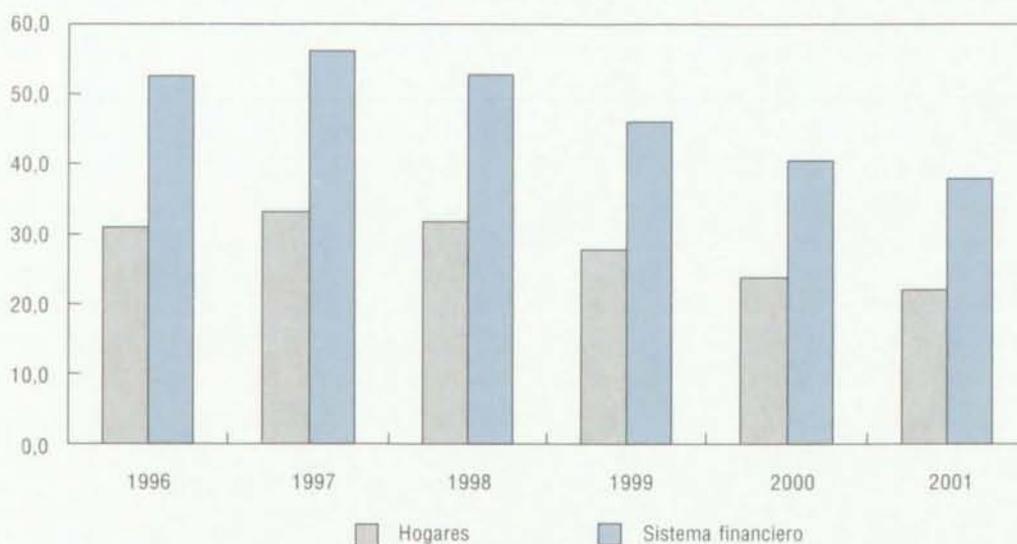
Fuente: Superintendencia Bancaria, Delegatura Técnica

La cartera de los hogares, que aumentó en términos reales hasta 1997, cayó a partir de este último año y alcanzó en diciembre de 2001 su nivel más bajo desde 1996, expresado en pesos constantes de 1998 (Gráfico 12). En promedio, la cartera de los hogares se redujo a un ritmo anual del 7% en términos reales durante el período de 1996-2001. Durante estos años la cartera de los hogares representó, en promedio, el 39% de los activos totales del sistema financiero<sup>7</sup>.

Entre diciembre de 1997 e igual mes de 2001 los activos totales del sistema finan-

ciario se redujeron en un 23,5% en términos reales (Gráfico 13). A tiempo con esta disminución del activo, tuvo lugar un cambio en su composición. En los últimos tres años la cartera del sistema con el sector privado redujo su participación dentro de los activos en 12 puntos porcentuales, mientras las inversiones en títulos del Gobierno, Finagro y Fogafin aumentaron su participación en 11,2 puntos porcentuales<sup>8</sup>. La deuda pública fue, así, una alternativa de inversión para el sistema financiero en un momento en el cual estaba reduciendo su tamaño y la de-

Gráfico 12  
Cartera de los hogares y del sistema financiero  
(Billones de pesos de 1998)

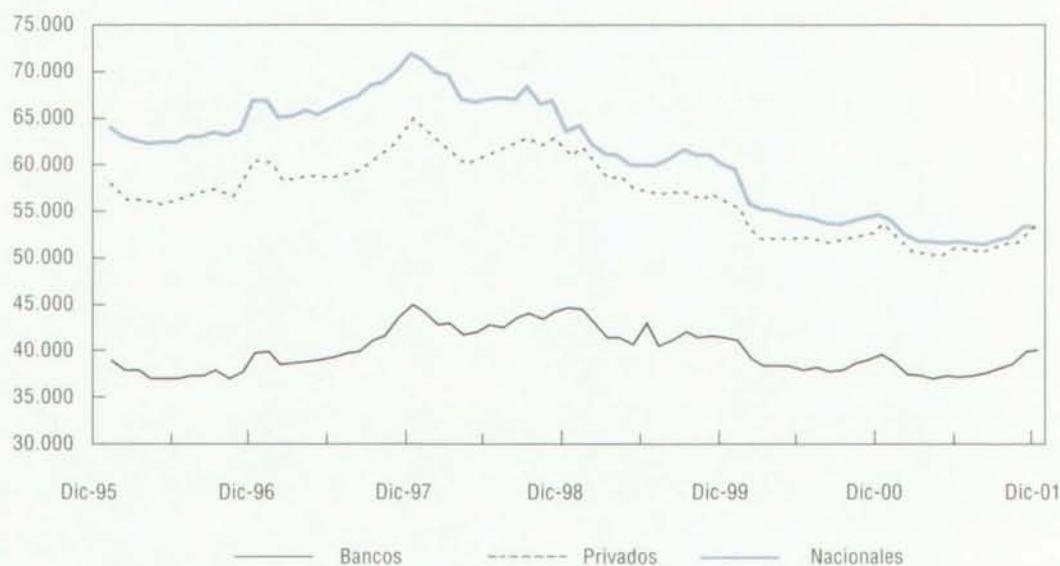
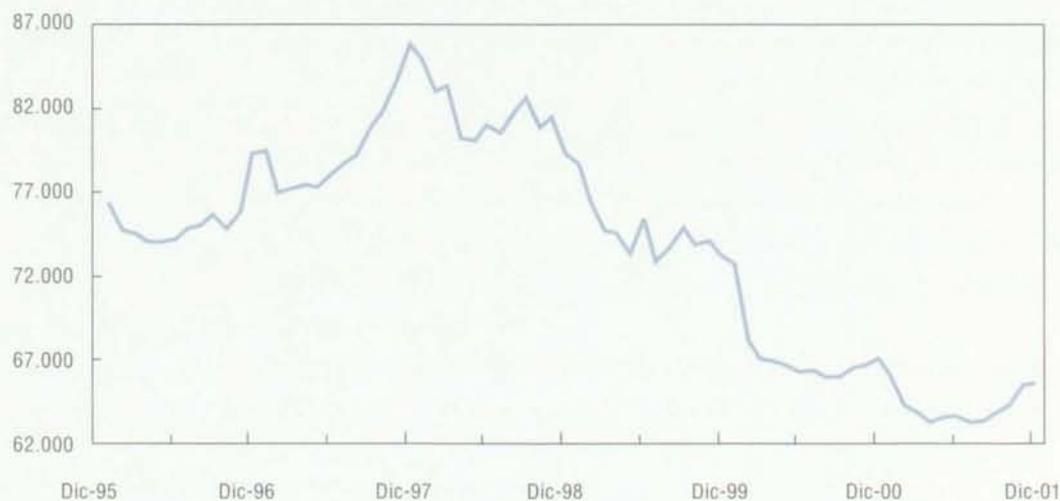


Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República

<sup>7</sup> Excluyendo las cooperativas, el Banco Central Hipotecario y las instituciones oficiales especiales. La reducción de la cartera considera aquella retirada de la banca hipotecaria con propósitos de saneamiento.

<sup>8</sup> Caballero Argáez, Carlos, "Una nota sobre la evolución, la estructura de la deuda pública, y su implicación en el sistema financiero colombiano", *Op. Cit.*, p. 23.

Gráfico 13  
**Activos en pesos de diciembre de 1998**  
 (Miles de millones)



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

manda de crédito por parte del sector privado se deprimió.

Es evidente, entonces, que la economía enfrenta un problema de oferta de crédito ori-

ginado en el sistema financiero, situación que coincide con la menor demanda de crédito proveniente del sector productivo y, en particular, de las empresas de mayor tamaño, afectadas también por el proceso de

---

receso de la economía que se inició a mediados de 1998. Este aspecto se trata en un trabajo reciente de Fernando Tenjo y Enrique López en el cual se afirma que el sector privado probablemente aún no está en capacidad de asumir nuevos riesgos “emprendiendo nuevos proyectos o de absorber endeudamiento adicional sin antes, y por encima de todo, reconstituir sus balances y sus estados financieros y reactivar y estabilizar su flujo de caja”<sup>9</sup>.

En síntesis, en Colombia, como en algunos países del sudeste asiático y de América Latina, se presenta un fenómeno de ruptura del canal de crédito y de estancamiento del flujo de recursos del ahorro hacia el sector productivo nacional. La baja de la inflación y la ejecución de una política monetaria expansiva no habrían tenido un efecto directo e inmediato sobre la demanda de crédito, si bien, como se indicó anteriormente, sí aliviaron la carga financiera de empresas y hogares. Para que la demanda de crédito hubiera aumentado habría sido necesario que el proceso de reconstitución de los balances de las empresas hubiera concluido y que los flujos de caja de los hogares hubieran mejorado.

#### **IV. EL DESEQUILIBRIO FISCAL Y EL FINANCIAMIENTO DEL DÉFICIT**

A lo largo de los años 90, en particular desde mediados de la década, el crecimiento de los gastos del sector público superó al de sus ingresos (Gráfico 14) y, a pesar de los sucesivos programas de ajuste, el déficit del Gobierno Central y el del sector público combinado continúan, en la actualidad, en un

nivel elevado. De hecho, recientemente el ministro de Hacienda reconoció que el déficit del sector público combinado podría alcanzar un 4,1% del PIB al finalizar el presente año, de no introducirse medidas correctivas de urgencia, cuando la meta del programa económico del Gobierno para el presente año era de

2,6% del PIB. Un desequilibrio fiscal que se prolonga por varios años conduce, inevitablemente, al incremento de la deuda pública del sector público por la necesidad de financiarlo, año tras año, con base en recursos tanto del ahorro externo como del interno.

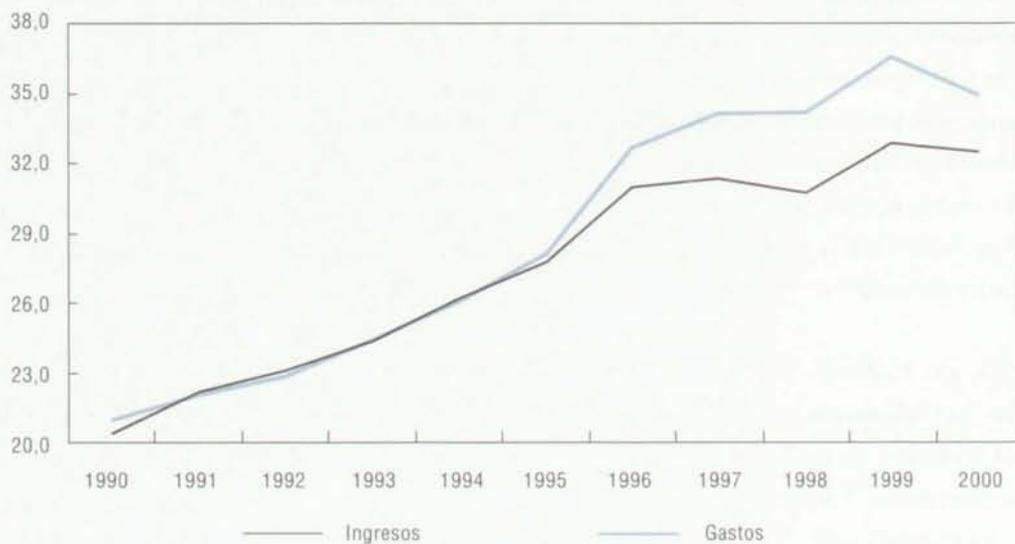
Dentro del sector público no financiero, la deuda del Gobierno Nacional es la que más ha crecido y la que determina la evolución de la deuda total (Gráfico 15). En diciem-

*La economía enfrenta un problema de oferta de crédito originado en el sistema financiero, situación que coincide con la menor demanda de crédito proveniente del sector productivo y, en particular, de las empresas de mayor tamaño, afectadas también por el proceso de receso de la economía que se inició a mediados de 1998.*

---

<sup>9</sup> Tenjo Galarza, Fernando y López Enciso, Enrique (2002). “Burbuja y estancamiento del crédito en Colombia”, *Revista del Banco de la República*, agosto, No. 898.

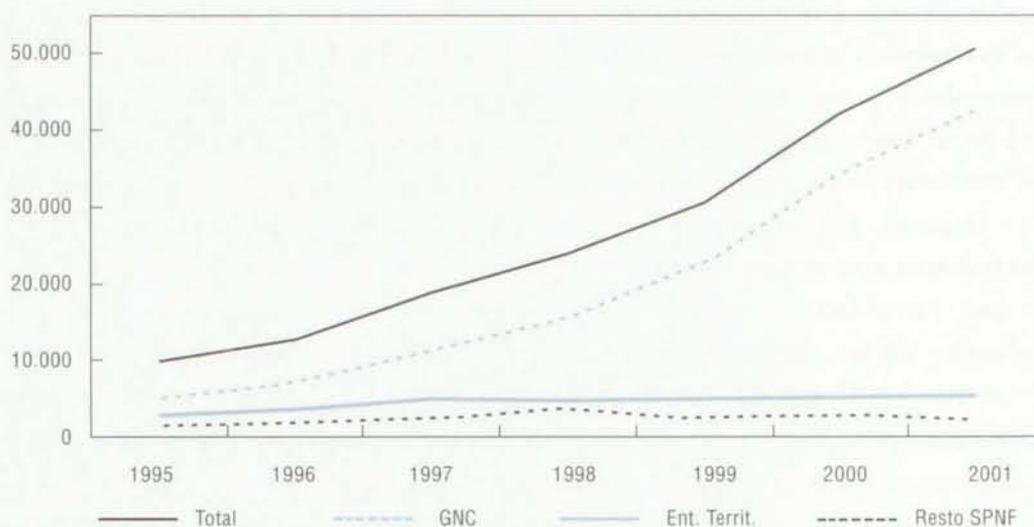
Gráfico 14  
Sector público no financiero: ingresos y pagos netos de transferencias  
(Porcentaje del PIB)



Nota: Se utilizó la nueva metodología de SCN93.

Fuente: DNP y Contis.

Gráfico 15  
Evolución de la deuda interna bruta del SPNF, según prestatario, 1995-2001  
(Miles de millones de pesos)



Fuente: Banco de la República, Superintendencia Bancaria y Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

bre del año anterior la deuda interna del Gobierno Nacional representaba el 84,5% del total de la deuda interna del sector público y la externa el 83% del total de la deuda externa del sector público. A mediados de los años 90 las cifras correspondientes apenas superaban el 50%. A finales del año 2001 la deuda bruta total del sector público no financiero se elevaba a \$101.542 miles de millones (mm) y representaba el 54% del PIB; la mitad de esta deuda correspondía a acreedores externos y la mitad a acreedores nacionales<sup>10</sup>.

*Un desequilibrio fiscal que se prolonga por varios años conduce, inevitablemente, al incremento de la deuda pública del sector público por la necesidad de financiarlo, año tras año, con base en recursos tanto del ahorro externo como del interno.*

La deuda total del sector público no financiero creció a un ritmo cercano al 30% en el período 1996-2001 y pasó de ser el 26% del PIB en 1996 al 54% en 2001 (Cuadro 1). El endeudamiento interno bruto se elevó a \$50.596 mm a finales de 2001, de los cuales \$39.133 miles de millones correspondían a la colocación de bonos efectuada por el Gobierno Nacional. Entre 1999 y 2001 el monto de bonos de la Nación (TES) prácticamente se dobló.

Con base en el estimativo de un déficit del Gobierno Nacional de 4,7% del PIB para

Cuadro 1  
Deuda bruta del SPNF (\*)

Año	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Interna	Externa	Total
	(Miles de millones de pesos)			(Porcentaje del PIB)			(Participación)		(Tasa de crecimiento nominal anual)		
1995	9.929	12.018	21.946	12,0	14,0	26,0	45,0	55,0			
1996	12.679	13.018	25.698	13,0	13,0	26,0	49,0	51,0	28,0	8,0	17,0
1997	18.774	17.744	36.518	15,0	15,0	30,0	51,0	49,0	48,0	36,0	42,0
1998	23.946	24.721	48.668	17,0	18,0	35,0	49,0	51,0	28,0	39,0	33,0
1999	30.604	33.130	63.734	21,0	22,0	43,0	48,0	52,0	28,0	34,0	31,0
2000	42.100	42.156	84.255	25,0	25,0	50,0	50,0	50,0	38,0	27,0	32,0
2001	50.596	50.946	101.542	27,0	27,0	54,0	50,0	50,0	20,0	21,0	21,0

(\*) No incluyen los títulos Fogafin emitidos para capitalizar la banca pública ni los bonos pensionales emitidos por el Gobierno a favor de las personas que se trasladaron del régimen con la Ley 100 de 1993.

Fuente: Banco de la República, SGEE.

<sup>10</sup> La deuda bruta incluye los bonos de la Nación en poder de otras entidades del sector público no financiero y pagarés del Gobierno. La deuda neta representaba en 2001 el 82% de la deuda bruta; en 1995 era 87%, lo cual implica que ha aumentado la tenencia de bonos de la Nación y pagarés del Gobierno por parte del resto del sector público no financiero, que es de cerca del 10% del PIB.

2002, compatible con la meta del déficit del sector público combinado de 2,6% del PIB, las amortizaciones de TES se elevarían a \$6.000 mm, cifra equivalente al monto de TES que el Gobierno requiere “refinanciar” en el presente año. Adicionalmente, el programa del Gobierno incluía captaciones adicionales por valor de \$8.500 mm, incluyendo el canje de deuda externa por interna realizado a mediados del año por la suma de \$1,3 mm. Con base en estas proyecciones el saldo de TES en circulación alcanzaría a fines del año la suma de \$42.386 mm. El 30 de julio pasado el saldo de TES en circulación era de \$40.259 mm<sup>11</sup>.

Es evidente que, de ser mayor el déficit del Gobierno Nacional en 2002 y 2003, lo serían, también, las necesidades de financiación del mismo, lo cual colocaría presiones adicionales sobre el mercado de deuda pública interna (en razón de las dificultades de acceso del país al mercado internacional de capitales) y, por consiguiente, sobre la inversión en TES de los establecimientos de crédito y los inversionistas institucionales. De ahí la enorme importancia de corregir a la mayor brevedad posible el desequilibrio de las finanzas públicas nacionales.

*De ser mayor el déficit del Gobierno Nacional en 2002 y 2003, lo serían, también, las necesidades de financiación del mismo, lo cual colocaría presiones adicionales sobre el mercado de deuda pública interna. De ahí la enorme importancia de corregir a la mayor brevedad posible el desequilibrio de las finanzas públicas nacionales.*

## V. LA POLÍTICA MACROECONÓMICA Y EL SISTEMA FINANCIERO

Con posterioridad a la contracción de 1999, Colombia fue capaz de ejecutar una política macroeconómica de corte expansivo -tanto por el lado del gasto público como por el de

la oferta monetaria- a tiempo que se redujo la inflación, bajaron las tasas de interés y el índice de la tasa de cambio real se ubicó en niveles similares a los de principios de la década de los años 90, después de apreciarse considerablemente hasta mediados de 1997.

Sin embargo, la expansión del consumo y de la inversión -determi-

nante del crecimiento económico- fue baja por los altos niveles de deuda que había acumulado el sector privado, por la debilidad del sistema financiero con posterioridad a la crisis de 1998-1999, por la ruptura del canal de crédito, y por la baja tasa de retorno de las inversiones pasadas (Cuadro 2). El déficit fiscal no redundó en mayor crecimiento económico (Gráfico 16) y sí tuvo como costo el abultado incremento de la deuda pública.

Esta evolución fue posible gracias a que el Gobierno Nacional tuvo acceso al mercado

<sup>11</sup> Del saldo en circulación de TES al finalizar julio, el sector financiero tenía el 28,6%, el sector productivo privado el 29,3%, y el sector público el 42,1%.

**Cuadro 2**  
**Crecimiento anual del PIB según la demanda**  
(Variación porcentual)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000(p)	2001(p)
<b>Producto interno bruto</b>	5,2	2,1	3,4	0,6	(4,2)	2,7	1,4
<b>Consumo final</b>	5,8	5,2	5,3	(0,1)	(3,2)	2,5	1,3
Hogares 1/	5,0	1,1	2,3	(0,9)	(5,5)	3,7	1,2
Consumo final interno hogares 2/	4,9	1,4	2,0	(0,7)	(5,2)	4,0	1,5
No durables 2/	5,4	1,8	1,2	(1,0)	(3,4)	3,8	(0,4)
Semidurables 2/	5,7	4,4	3,6	(0,6)	(16,7)	15,3	3,8
Servicios 2/	5,4	0,7	1,9	1,3	(0,4)	1,6	2,5
Durables 2/	(1,8)	(1,3)	6,0	(12,0)	(30,6)	5,9	4,7
Gobierno	9,0	23,1	15,6	2,1	3,7	(0,7)	1,4
<b>Formación bruta de capital</b>	6,1	(12,0)	(0,6)	(6,3)	(38,6)	11,8	10,9
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	0,9	(1,4)	(2,0)	(6,3)	(34,6)	(0,8)	11,4
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	(8,8)	(1,6)	(4,1)	0,2	0,5	3,1	5,1
Maquinaria y equipo	9,9	3,8	(0,1)	(4,0)	(33,8)	4,2	20,0
Equipo de transporte	(19,0)	(17,3)	13,2	(19,6)	(48,5)	8,7	37,5
Edificaciones	(9,0)	2,8	(17,7)	(4,4)	(41,8)	(11,1)	11,0
Obras civiles	24,7	(6,7)	14,4	(6,6)	(27,6)	0,2	(3,6)

(p) Provisional.

1/ Incluye las compras de bienes por residentes efectuadas en el exterior y excluye las de no residentes efectuadas en el territorio nacional.

2/ Corresponde al consumo final de los hogares residentes efectuado dentro del territorio nacional.

Fuente: DANE

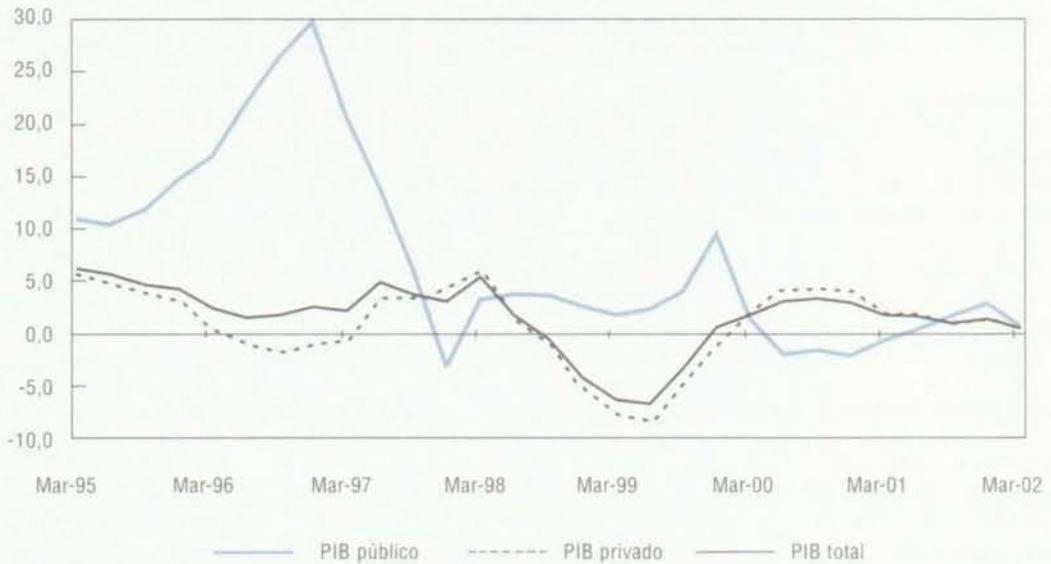
internacional de capitales en el año 2000 y en 2001 y pudo, simultáneamente, acceder y profundizar el mercado interno de capitales mediante la colocación de títulos de tasa fija, a plazos cada vez más largos. El acuerdo con el Fondo Monetario Internacional de octubre de 1999 facilitó lo primero (Cuadro 3). La política monetaria expansiva, en una situación de ruptura del canal de crédito, dio lugar a lo segundo; la deuda pública fue una alternativa de inversión para el sistema financiero en el momento en el cual estaba redu-

ciendo su tamaño y se deprimía la demanda de crédito privado (Gráfico 17)<sup>12</sup>.

Las circunstancias del tercer trimestre de 2002 son, sin embargo, diferentes a las que prevalecieron en los tres últimos años. El mercado internacional de capitales se ha cerrado como consecuencia de la devaluación brasileña del mes de junio y de la desconfianza generada entre los inversionistas extranjeros con respecto al futuro político y económico de América Latina después

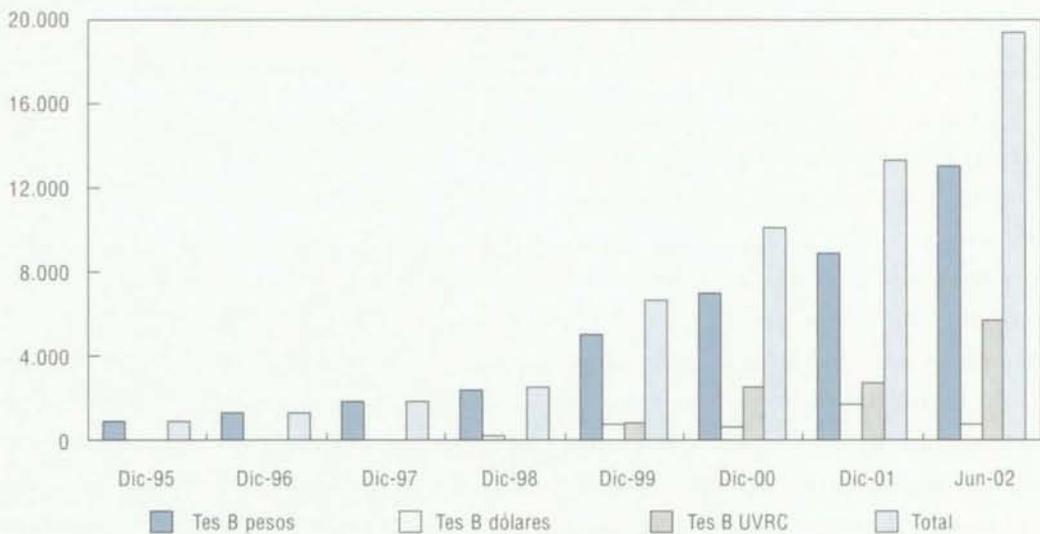
<sup>12</sup> Caballero Argáez, Carlos, *idem*, *Op. Cit.*, p. 16.

Gráfico 16  
Evolución del PIB público y privado  
(Porcentajes)



Fuente: DANE y DNP

Gráfico 17  
TES clase B en poder del sistema financiero. Saldos de capital  
(Miles de millones de pesos)



Fuente: Banco de la República, SGEE y DFV

**Cuadro 3**  
**Déficit de operaciones efectivas (proy) 1/**  
**Sector público consolidado**

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2001	2002	2001	2002
Eléctrico	256,0	386,0	0,1	0,2
Emcali	141,0	80,0	0,1	0,0
EPM	293,0	460,0	0,2	0,2
FAEP	451,0	(814,0)	0,2	(0,4)
Ecopetrol	779,0	984,0	0,4	0,5
Telecom	355,0	124,0	0,2	0,1
Resto de entidades	308,0	762,0	0,2	0,4
Seguridad social	1.100,0	899,0	0,6	0,4
Regional y local	26,0	1.243,0	0,0	0,6
Fondo Nacional del Café	(77,0)	(64,0)	(0,0)	(0,0)
<b>1. Subtotal sector descentralizado</b>	<b>3.632,0</b>	<b>4.060,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>
<b>2. Gobierno Nacional</b>	<b>(10.774,0)</b>	<b>(9.687,0)</b>	<b>(5,8)</b>	<b>(4,7)</b>
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	(7.142,0)	(5.627,0)	(3,8)	(2,7)
B. Pérdidas y ganancias de caja del Banco de la República	1.393,0	879,0	0,7	0,4
C. Pérdidas y ganancias de caja de Fogafin	327,0	256,0	0,2	0,1
D. Costo de la reestructuración financiera	(1.268,0)	(969,0)	(0,7)	(0,5)
E. Ajustes	593,0	0,0	0,3	0,0
<b>F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)</b>	<b>(6.097,0)</b>	<b>(5.461,0)</b>	<b>(3,3)</b>	<b>(2,6)</b>

(proy) Proyección.  
1/ Déficit (-) o superávit (+)  
Fuente: Confis.

de los eventos de Argentina y de Uruguay y de la incertidumbre causada por la elección presidencial en Brasil. La demanda de títulos de deuda externa de la República de Colombia cayó, con el consecuente aumento de los márgenes sobre la deuda y la aceleración de la devaluación del peso frente al dólar. De esta forma la demanda de crédito al sistema financiero nacional tanto del sector público como del privado podría elevarse y ejercer presión sobre el sistema financiero.

La pregunta, entonces, es cuál sería la política macroeconómica apropiada para hacer frente a una situación de cierre del mercado internacional de capitales, desequilibrio fiscal y deuda pública creciente y, en particular, la combinación de políticas -fiscal y monetaria- que tenga el menor impacto sobre el sistema financiero y la actividad productiva privada. ¿Cuáles son las restricciones que debe considerar el diseño de esa política? Dos en mi opinión: una es la sostenibilidad de la deuda pública; otra, la fragilidad

---

---

del sistema financiero y la ruptura del canal de crédito.

La primera restricción -la sostenibilidad de la deuda pública- aconseja un ajuste fiscal drástico mediante una combinación de reducción del gasto y elevación de los impuestos que, en conjunto, pudiera generar una reducción del déficit del Gobierno Central, en el primer año de la nueva administración, del orden de 3% del PIB. Se trataría de disminuir el riesgo de insolvencia del sector público, de reducir sus necesidades de financiamiento externo de corto y mediano plazo y de evitar presiones excesivas sobre el mercado interno de capitales, permitiendo una mayor intermediación de recursos del ahorro hacia el sector productivo privado.

La segunda restricción -la debilidad del sistema financiero y la ruptura del canal de crédito- aconseja, solamente si el sector público

obtiene financiamiento externo y no presiona el mercado interno de capitales, mantener una postura expansionista de la política monetaria como la adoptada en el curso de

los últimos 14 meses, caracterizada por unas tasas de interés bajas y estables.

La política monetaria debería continuar orientada hacia el estímulo de la demanda de crédito y a facilitar la recuperación del canal de crédito en la economía. Para ello debe tener en cuenta que su impacto en el funcionamiento del canal de crédito puede ser "asimétrico". Así como la política expansionista puede no tener un impacto significativo en la demanda de crédito y actuar muy lentamente

sobre los estados financieros de las empresas, una de signo contrario, es decir de contracción, tendría un impacto negativo rápido y muy fuerte sobre los flujos de caja de las empresas, sobre la capacidad de gasto de los hogares, y sobre la calidad de la cartera de las entidades financieras<sup>13</sup>.

*¿Cuál sería la política macroeconómica apropiada para hacer frente a una situación de cierre del mercado internacional de capitales, desequilibrio fiscal y deuda pública creciente y, en particular, la combinación de políticas -fiscal y monetaria- que tenga el menor impacto sobre el sistema financiero y la actividad productiva privada? ¿Cuáles son las restricciones que debe considerar el diseño de esa política? Dos en mi opinión: una es la sostenibilidad de la deuda pública; otra, la fragilidad del sistema financiero y la ruptura del canal de crédito.*

---

<sup>13</sup> En un estudio del Banco de Indonesia se anota lo siguiente:

"The existence of credit crunch provides very important implications for monetary policy. First, it reduces the effectiveness of monetary policy particularly due to the weakening of the transmission channel from monetary variable to economic activities... Second, in the condition of weak firm's financial condition, monetary expansion in the form of lower interest rates does not necessarily increase their investment. Firms tends to use this opportunity to take various measures to restructure their financial condition such as deleveraging. However, the effects of monetary policy through the firm's

El riesgo anterior fue también reconocido en el *Reporte de Estabilidad Financiera* al cual ya se ha hecho referencia, y en el cual explícitamente se afirmó que uno de los principales riesgos del sistema financiero asociado a la situación macroeconómica sería “una caída súbita de los flujos de capital internacional que generara expectativas de devaluación, presionara al alza las tasas de interés e introdujera inestabilidad en los mercados financieros<sup>14</sup>. El impacto de la reducción de los flujos de capital hacia el país, sin el consecuente ajuste drástico de las finanzas públicas, tendría repercusiones indeseables sobre los bancos y las empresas productivas; el canal de crédito se deterioraría aún más y se discriminaría más fuertemente a las empresas con un poco acceso al crédito del sistema financiero<sup>15</sup>.

En conclusión, es imperativo que el Gobierno ejecute una política de ajuste fiscal profundo y que la política macroeconómica

considere que la debilidad del sistema financiero y la ruptura del canal de crédito constituyen una restricción de tanta importancia para su ejecución exitosa como lo son el alto endeudamiento público y el alto nivel de la deuda pública colombiana. Por consiguiente, la estabilidad de la tasa de interés y de la tasa de cambio, en un ambiente de infla-

ción baja, son objetivos cruciales de la política económica de corto plazo. Lograr la estabilidad en estas dos variables no es responsabilidad exclusiva de la política monetaria: también lo es de la política fiscal. Si la combinación entre las dos políticas no es la apropiada, una política monetaria expansiva puede generar un resultado contrario al que se desea: mayor devaluación, pérdida de reser-

vas internacionales y un aumento de la inflación sin crecimiento de la producción.

En el propósito de mantener la estabilidad, y siempre y cuando el ajuste fiscal sea drástico y suficiente, el Banco de la República pue-

*La política monetaria no resuelve el problema del cierre del mercado de capitales pero sí puede estimular la demanda de crédito y facilitar el otorgamiento del mismo por parte de las entidades financieras. Si esto se lograra, se contribuiría a compensar los efectos del ajuste fiscal sobre la demanda agregada de la economía colombiana y a reanudar el crecimiento de la economía.*

balance sheet can be asymmetric, in the sense that the effects of monetary policy through the balance sheet channel will be strengthened in the case of the monetary contraction. The monetary contraction reflected from the high interest rate not only increase the cost of capital for investment but also worsens the quality of firm's assets. This in turn amplifies the impact of monetary policy on the real sector, a phenomenon called "financial accelerator". The implication is that in a situation where credit crunch occurs, a monetary contraction must be carried out more carefully". Bank Indonesia, *Credit Crunch in Indonesia in the Aftermath of the Crisis*, Executive Summary, March, 2001.

<sup>14</sup> Banco de la República, *Reporte de Estabilidad Financiera*, Resumen y Conclusiones, p. 8, julio de 2002.

<sup>15</sup> En el estudio del Banco de Indonesia ya citado, se afirma explícitamente: "the stability of exchange rate becomes the main factor in bank's credit and firm's investment decisions.... This provides an important implication of the need to stabilize the volatility of the exchange rate". Bank Indonesia, *Credit Crunch in Indonesia in the Aftermath of the Crisis*, Op. Cit.

---

de utilizar combinaciones de política -cambiaría y monetaria- que eviten que choques adversos, como la reducción de los flujos de capital, generen expectativas de devaluación que impacten negativamente al sistema financiero y terminen elevando las tasas de interés de mediano y largo plazo en pesos. La política monetaria no resuelve el problema

del cierre del mercado de capitales pero sí puede estimular la demanda de crédito y facilitar el otorgamiento del mismo por parte de las entidades financieras. Si esto se lograra, se contribuiría a compensar los efectos del ajuste fiscal sobre la demanda agregada de la economía colombiana y a reanudar el crecimiento de la economía.