



# ENSAYOS

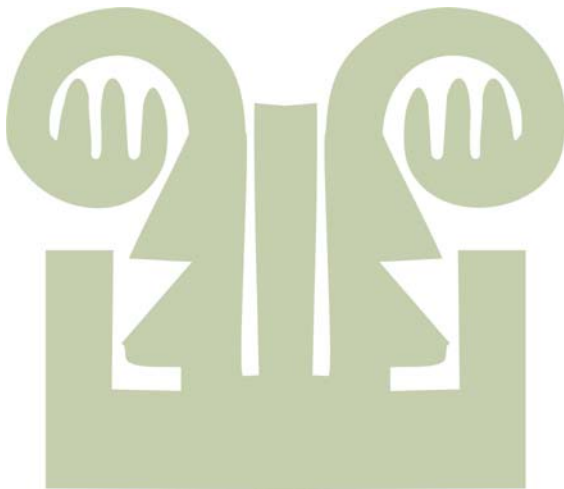
sobre política económica

---

## ***Requisitos para la estabilidad fiscal: un balance y la agenda***

Sergio Clavijo

Revista ESPE, No. 46-I Edición Especial 2004  
Páginas 146-185



Los derechos de reproducción de este documento son propiedad de la revista *Ensayos Sobre Política Económica* (ESPE). El documento puede ser reproducido libremente para uso académico, siempre y cuando nadie obtenga lucro por este concepto y además cada copia incluya la referencia bibliográfica de ESPE. El(los) autor(es) del documento puede(n) además colocar en su propio website una versión electrónica del documento, siempre y cuando ésta incluya la referencia bibliográfica de ESPE. La reproducción del documento para cualquier otro fin, o su colocación en cualquier otro website, requerirá autorización previa del Editor de ESPE.

## ***Fiscal Stability Requirements for Colombia: Historical Assessment and the Agenda***

Sergio Clavijo\*

Member of the Board of Directors, Central Bank of Colombia (Banco de la República). These views are not necessarily shared by the Board of Directors. This paper was prepared for the National Forum on "Public Debt Control" organized by the Office of the Comptroller of Colombia and the House of Representatives, April 29th of 2004. The author thanks Olga L. Acosta and Hernán Rincón (invited ESPE-Editors) and anonymous referees for insightful comments. Remaining errors are my sole responsibility.

\* Banco de la República. E-mail: sclavive@banrep.gov.co

Document received April 30<sup>th</sup> 2004; final version accepted September 10<sup>th</sup> 2004.

### **Abstract**

*This paper analyses sources of fiscal disequilibrium in Colombia. We assess primary surplus requirements in light of current public debt/GDP ratios and contingent liabilities stemming from PAYG-systems, public roads, energy, and telecommunications guarantees. These forthcoming obligations are likely to demand additional public savings close to 1% of GDP per-year during the following decade.*

*There is a need to advance in a second-generation of fiscal reforms, including reductions in pension liabilities and territorial transfers, as to assure primary surpluses close to 3% of GDP per-year. The pace at which public debt/GDP ratios are to diminish in the near future hinged crucially in the quality of those fiscal reforms and the ability to contain contingent payments.*


**JEL Classification:** H63, N26.

**Keywords:** *public debt, Latin America.*

**Comentarios:** Fabio Sánchez.

## *Requisitos para la estabilidad fiscal: un balance y la agenda*

Sergio Clavijo \*



*En este documento se pasa revista a la situación fiscal y la fuente de sus desequilibrios. Se cotejan las necesidades de ahorro primario con las futuras cargas que representan las deudas contingentes provenientes de las garantías públicas y, principalmente, las obligaciones pensionales, equivalentes a gastos adicionales por cerca de 1% del producto interno bruto (PIB) en cada año.*

*La conclusión fundamental es que el país requiere continuar avanzando en sus reformas estructurales de segunda gene-*

---

Miembro de la Junta Directiva del Banco de la República. Las opiniones aquí expresadas son de exclusiva responsabilidad del autor. Una primera versión se presentó en el Foro Nacional sobre "Control de la deuda pública en Colombia", organizado por la Contraloría General de la República y la Comisión de Seguimiento a los Órganos de Control Público de la Cámara de Representantes, abril 29 de 2004. Esta segunda versión recoge comentarios de Luis H. Barreto durante el "Seminario Fiscal", organizado por Olga Lucía Acosta y Hernán Rincón (editores invitados de ESPE) en julio 22 de 2004, así como de los miembros del Comité de Evaluación Técnica de ESPE, a quienes expreso mis agradecimientos.

\* Banco de la República. Correo electrónico: sclavive@banrep.gov.co

Documento recibido el 30 de abril de 2004; versión final aceptada el 10 de septiembre de 2004.

*ración, de tal manera que se consolide la meta de superávit primarios del 3% del PIB. Sin embargo, hay menos optimismo sobre sus efectos de disminución rápida del nivel de endeudamiento, debido a la carga que ejercerán estas deudas contingentes. En efecto, el alivio en el esfuerzo fiscal que provee las mejores perspectivas de crecimiento económico (4% anual) y las menores tasas de interés, tenderá a ser compensado por estas mayores cargas no incluidas en la relación deuda pública explícita / PIB.*

**Clasificación JEL:** H63, N26.

**Palabras clave:** *deuda pública; Latinoamérica.*

## I. INTRODUCCIÓN

Desde mediados de los años noventa los analistas de las cuentas fiscales han venido alertándonos sobre los graves desequilibrios que muestran las finanzas públicas, particularmente las del Gobierno central (Comisión de Gasto Público, 1997). Pues bien, hoy se reconoce con tristeza que, lentamente, las termitas del desordenado gasto público han logrado socavar nuestra estructura fiscal. No solo se tiene un déficit fiscal de tipo estructural que bordea cerca de 5% del PIB en el caso del Gobierno central, sino que el grueso de ese faltante corresponde a pagos corrientes (principalmente de transferencias territoriales, de fuerza pública, seguridad social e intereses). Dicho de otra manera, el Gobierno central viene desobedeciendo, desde 1995, la regla de oro fiscal de sólo endeudarse para asumir gastos de inversión (Clavijo, 1998). Actualmente cerca del 80% del financiamiento del Gobierno central se destina a pagar gastos de funcionamiento (incluidos los intereses). De esta forma, no debe sorprender que la deuda del Gobierno central haya pasado de representar tan solo 14% del PIB en 1995 a cerca del 53% del PIB al cierre de 2003 (Confis, 2004; Banco de la República, 2004).

Los últimos gobiernos y el Congreso han producido diversos diagnósticos y algunas medidas tendientes a atacar parcialmente las fuentes de estos desequilibrios fiscales. Los hechos más destacados pueden sintetizarse así:

1. *Una acelerada y desorganizada descentralización fiscal*, que ha implicado que el Gobierno central tenga que transferir cerca del 50% de sus

ingresos corrientes, sin que se haya generado un esfuerzo fiscal y tributario concomitante por parte de los departamentos y municipios (tal vez con la sola excepción de Bogotá). A pesar de haberse moderado el crecimiento potencial de estas transferencias por cuenta de la reforma constitucional de 2001, todavía resulta oneroso para el Gobierno central enfrentar crecimientos del orden de 2,5% real anual en estas partidas presupuestales, claramente por encima del crecimiento poblacional. Con relación al gasto, solo recientemente la Ley 617 de 2000 ha logrado poner orden al endeudamiento territorial y al ritmo de gastos operativos locales. También es justo aplaudir la aprobación de la Ley 715 de 2001, con la cual cabe poner en práctica de modo más juicioso el criterio de “pago por niño educado” o “por paciente atendido” a nivel territorial. La aplicación de la Ley 60 de 1993, infortunadamente, había dejado vivo, por casi una década, el ineficiente sistema de gastos educativos en bloque (con criterios de “oferta”), en vez de implantar el sistema de “pagos por demanda”, que en el mundo ha probado ser el más eficaz y sujeto a menores desviaciones de recursos (Wiesner, 2003, pp. 41-53).

2. *Un sistema de “salvamentos” en cabeza del Gobierno central* tendiente a subsanar los descalabros del sector energético de los años ochenta (durante el período de 1992 a 1997) y otro sistema de “salvamento” de los graves faltantes del sector de la seguridad social (los cuales tendrán un impacto creciente entre 2003 y 2010). Esto último se ha visto agravado por el agotamiento de las reservas actuariales del Instituto del Seguro Social (ISS) durante 2004 y por la incapacidad estructural de incrementar las contribuciones del régimen pensional. Estas contribuciones apenas cobijan un 25% de la población económicamente activa (PEA), como resultado de las elevadas contribuciones parafiscales en cabeza de las empresas, todo lo cual ha agravado la informalidad laboral.
3. *Gastos crecientes de la fuerza pública*, que en el conjunto de militares y policía se acercan hoy a casi 5% del PIB (incluyendo los recursos del Plan Colombia). Esta cifra es prácticamente el doble de los recursos que se dedicaban a este sector a mediados de la década pasada; aunque buena parte de estos gastos son impostergables y el país ya ha empezado a disfrutar de mejoras indudables en el orden público, es indispensable redoblar las labores de fiscalización para asegurar un uso eficiente de estos recursos.

Como resultado de esta dinámica de desfinanciamiento público, los déficit fiscales del Gobierno central se han ido incrementando hasta acumular esa deuda ya

mencionada de 53% del PIB en cabeza del Gobierno central y que llega a 61% del PIB si se incluyen los pasivos del resto del sector público. El servicio de esta deuda también ha sido creciente y el gasto de intereses anualmente representa cerca del 5% del PIB en el consolidado público.

Como se verá a continuación, el sector público considerado en su conjunto también presenta una situación delicada, aunque ha dado muestras recientes de estarse enderezando. Esto ha sido posible gracias a los esfuerzos de ahorro en el sector territorial y al aporte clave que hacen las empresas superavitarias del Estado, especialmente Ecopetrol en estos años de favorables precios del crudo a nivel internacional.

En la segunda sección se ilustrará la situación del sector público no financiero (SPNF) en su conjunto, con el fin de identificar las fuentes del desequilibrio. En la tercera, se muestran los desafíos futuros que representan las llamadas cuentas contingentes (especialmente el pasivo pensional). Por último, se presentan las condiciones de superávit primario requerido para estabilizar y reducir la deuda pública en su conjunto, teniendo en cuenta las mejores perspectivas de crecimiento económico.

Una limitación del enfoque macroeconómico aquí adoptado es el que no se está en capacidad de analizar diversos impactos microeconómicos y sectoriales de las propuestas de ajuste tributario y/o de reducción de las transferencias pensionales y territoriales. La evaluación de estos impactos probablemente requeriría calibrar un modelo de equilibrio general para tal propósito, lo cual está fuera del alcance en este momento.

La conclusión fundamental es que el país requiere continuar avanzando en sus reformas estructurales de segunda generación (incluyendo las presupuestales, el ordenamiento tributario, y las referidas a las transferencias territoriales y pensionales). El Gobierno ha señalado que su meta más inmediata es consolidar los superávits primarios alrededor del 3% del PIB con el fin de lograr una gradual reducción del endeudamiento público, que hoy alcanza cerca del 61% del PIB. Nosotros coincidimos en la búsqueda de este objetivo de ahorro primario, pero somos menos optimistas en sus efectos de disminución rápida del nivel de endeudamiento, en razón a la existencia de presiones de caja significativas en años venideros por cuenta de las llamadas deudas contingentes (especialmente las pensionales). Estas deudas contingentes exigirán desembolsos de caja adicionales

por cerca de un 1% del PIB en cada año. Esto implica que el alivio en el esfuerzo fiscal que provee las mejores perspectivas de crecimiento económico (4% anual) y las menores tasas de interés, tenderá a verse compensado por estas mayores cargas no incluidas en la relación deuda pública explícita / PIB.

## **II. LA SITUACIÓN ACTUAL: UNA COMPARACIÓN ENTRE LOS AÑOS 1990 Y 2003**

El ministro de Hacienda y Crédito Público ha ideado un símil pedagógico muy útil, pero dramático, sobre el estado de las finanzas públicas, mencionando que, tan pronto el Congreso aprueba el presupuesto, él tiene que proceder a girar tres cheques que lo dejan prácticamente sin recaudos: por transferencias territoriales gira uno que representa 5,3% del PIB; por gasto militar gira otro por el equivalente a 4,5% del PIB, y por intereses de la deuda 4% del PIB. Esto totaliza cerca del 14% del PIB en tan solo tres rubros (equivalente a la totalidad de sus recaudos tributarios), quedando pendientes todos los gastos operativos, los de la seguridad social y los de inversión. Ello implica que el Gobierno nacional debe salir a gastarse el remanente de los ingresos no tributarios (1,4% del PIB) y además, endeudarse anualmente por otro 5% del PIB para atender esos otros gastos. Todo esto termina generando efectos financieros de tipo “bola de nieve” o los llamados “esquemas Ponzi”, donde aun el pago de los intereses corrientes se atiende emitiendo nueva deuda.

Siguiendo con esta idea, en el Cuadro 1 se ilustra lo que ha ocurrido con las grandes partidas presupuestales del SPNF, para lo cual se compara la situación que se tenía en 1990 con la de 2003. La consolidación de estas cifras, netas de transferencias intergubernamentales, no es tarea fácil y encierra diversos desafíos contables al mezclar cifras de causación con las de caja; sin embargo, en principio, constituyen una aproximación bastante aceptable de la evolución del SPNF. En lo referente al manejo contable y las diversas definiciones fiscales, se ciñe a la metodología internacional que sigue el Fondo Monetario Internacional (FMI, 2003, 2004; Confis, 2004)<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Respecto a esta metodología cabe destacar dos tópicos que han generado controversias internacionales. El primero tiene que ver con el tratamiento contable de “causación”, el cual intenta medir el impacto fiscal del gasto cuando este se ejecuta (efecto causación) y no necesariamente cuando se paga (efecto de caja). Esta metodología se puede aplicar sin mayores problemas a nivel del Gobierno Central y de las grandes empresas estatales, pero a nivel municipal o de entidades menores con frecuencia se adelanta un manejo de caja. Así, las cuentas fiscales del

**Cuadro 1**  
Sector público no financiero (SPNF)  
(Porcentaje del PIB)

	Colombia		Diferencia 2003/1990
	1990	2003	
<b>Ingresos</b>	<b>23,7</b>	<b>31,2</b>	<b>7,5</b>
Tributarios	12,0	17,4	5,4
Nacionales	9,4	14,1	4,7
Departamentales	1,1	1,4	0,3
Municipales	1,5	1,9	0,4
No tributarios 1/	9,9	11,5	1,6
Seguridad social 2/	1,8	2,3	0,5
<b>Gastos</b>	<b>24,3</b>	<b>34,4</b>	<b>10,1</b>
Operacionales	9,2	10,7	1,5
Transferencias al sector privado	4,8	10,3	5,5
Seguridad social	1,5	7,0	5,5
Otras 3/	3,3	3,3	0,0
Intereses	3,9	4,9	1,0
Inversiones 4/	6,4	8,5	2,1
<b>Déficit sector público no financiero</b>	<b>-0,6</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,6</b>
Superávit primario	3,3	1,7	-1,6
Memorando			
Transferencias territoriales	3,3	5,3	2,0
Tributación + contribuciones	13,8	19,7	5,9

1/ Incluye utilidades de empresas públicas.  
2/ Contribuciones a entidades públicas (ISS, Cajanal, etc).  
3/ Incluye discrepancias estadísticas.  
4/ Formación bruta de capital fijo.  
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Banco de la República y FMI. Cálculos del autor.

FMI, en realidad, terminan siendo en su mayoría de "causación", pero tiene elementos de "caja" a nivel de algunas entidades descentralizadas. El segundo debate contable se refiere al cálculo del llamado déficit primario, donde el FMI descuenta los pagos de intereses, pero no los rendimientos financieros del SPNF. Si se descontaran estos últimos, el superávit primario sería menor en cerca de 0,2% del PIB en 2003. Aquí se sigue la metodología del FMI, que intenta medir qué tanto ahorro se ha generado antes de tener que pagar los intereses de la deuda.

En primer lugar, se quiere desafiar el “convencionalismo” establecido a través del cual se cree que hoy en Colombia se pagan bajos impuestos y que sus recaudos son pobres. La información más actualizada nos indica que la presión tributaria total fue cercana al 17,4% del PIB al cierre de 2003, donde el Gobierno central recaudó 14,1% del PIB, los departamentos el 1,4% del PIB y los municipios el 1,9% del PIB. Más aún, se verá que si se incluye dentro de la llamada “presión tributaria” las contribuciones a la seguridad social, se llega a la conclusión de que el gran total de recaudos en realidad ascendió a 19,7% del PIB en 2003 (véase Cuadro 1, línea de memorando).

Es entonces evidente el esfuerzo tributario adicional del Gobierno central en el período de 1990 a 2003, al haber incrementado en 4,7% del PIB sus recaudos y en 0,5% del PIB las contribuciones de seguridad social en pensiones y salud (destinadas al sector público). Este desempeño contrasta con el relativo estancamiento observado a nivel del recaudo departamental (con un incremento de sólo 0,3% del PIB) y con el municipal (un incremento de 0,4% del PIB, aunque en este caso el comportamiento es muy desigual, destacándose el esfuerzo y logros de Bogotá).

En este sentido, cabe celebrar la iniciativa del Ejecutivo y del Congreso por examinar en próximas legislaturas el tema de la tributación local. También es plausible que finalmente se hayan identificado mecanismos generales, similares a los utilizados en la aplicación de la sobretasa a la gasolina, para lograr que se eleven y recauden los impuestos prediales y superar así la connivencia de los consejos locales en materia tributaria local. Todo esto ha impedido materializar los esfuerzos tributarios de muchos alcaldes bien intencionados (Misión de Ingresos, 2002).

A nivel nacional las tasas de impuesto de renta, tanto a nivel personal como corporativo, se han incrementado del 30% en 1990 al 38,5% en 2003 a 2004 (incluyendo el 10% de la sobretasa). En el caso del gravamen del IVA, su tasa básica se ha incrementado del 10% al 16% (Shome, 1992; Shome, *et al.*, 1999), pero existen demasiadas tasas diferenciales (que van desde el fallido 2% hasta el 45%), cuya estructura se ha tornado altamente antitécnica. Este escalamiento de tasas y sobretasas de impuestos de renta e IVA hacen contraproducente pensar en elevar aún más dichas tasas; por el contrario, debe adelantarse una tarea de homogeneización de sus tasas y ampliación de sus bases de recaudo.

Una línea de acción complementaria ya había sido identificada por el propio Congreso en las discusiones de la Ley tributaria 788 de 2002: luchar contra la evasión

(restituyendo inclusive la idea de cárcel para quien no presente declaración de renta debiendo hacerlo, además de los castigos ya existentes por desviación indebida de los dineros retenidos por IVA-renta). Además, debe incrementarse la lucha contra la elusión, mejorando el cruce de información con el sistema financiero y empresarial, a la vez que se eliminan las exenciones improductivas (como la de la reinversión de utilidades empresariales).

Los ingresos no tributarios se incrementaron en 1,6% del PIB en el período de 1990 a 2003, producto de las mayores rentas de las empresas públicas, especialmente de Ecopetrol. A su vez, las contribuciones de la seguridad social (en pensiones y salud destinadas a entidades públicas) se incrementaron tan solo en 0,5% del PIB, al pasar este de 1,8% a 2,3% en el mismo período. Así, el total de ingresos del SPNF pasó de 23,7% del PIB en 1990 a 31,2% en 2003, lográndose un incremento de 7,5% del PIB. Como se vio, el grueso de este incremento se debió al mayor recaudo tributario en cabeza del Gobierno central (4,7% del PIB).

Es entonces evidente que este nivel de recaudos tributarios y no tributarios es relativamente alto y, probablemente, sólo Chile y Brasil lo superan en la actualidad. En el caso de Brasil, país que se ha puesto de ejemplo reciente en materia tributaria, cabe aclarar que sus ingresos totales alcanzaron a ser de 33,3% del PIB en 2003, ligeramente superior al 31,2% del registrado en el de Colombia. Existen, sin embargo, diferencias apreciables en la composición de los ingresos tributarios territoriales y en la seguridad social en cada caso. Por ejemplo, en Brasil los ingresos por contribuciones de seguridad social (destinados a entidades públicas) fueron de 5,3% del PIB frente al 2,3% del observado en el de Colombia.

En síntesis, en Colombia hoy se tributa a tasas muy superiores respecto de lo que se tenía en 1990: la tasa de renta se ha incrementado en 8,5% y la de IVA en 6% al cierre de 2003, al tiempo que se han expandido sus bases de tributación. Estas políticas han arrojado un incremento en tributación efectiva cercana a 5% del PIB. Existe, empero, un cierto margen para incrementar el recaudo total, probablemente en 2% del PIB, a través de reducir algunas exenciones en renta y extender moderadamente la base de gravamen del IVA (sin tener que afectar la canasta de consumo básico más básica) y sin que esto vaya en contravía de lo estipulado por la Corte Constitucional en su reciente fallo C-776 de 2003 (Clavijo, 2004).

Con estos incrementos en recaudos, muchos hubiéramos pronosticado que el país entraría en la senda del equilibrio fiscal; pero no ha sido así, por el contrario, ya se

registró con asombro el cúmulo de deuda pública que se generó por cuenta del mayor gasto público (Hernández, 2003). En el Cuadro 1 también se puede observar la evolución de los gastos consolidados. El rubro de transferencias totales (al sector privado) alcanzó a representar 10,3% del PIB en 2003, lo cual implica un incremento de 5,5% del PIB entre 1990 y 2003. Este incremento se explica fundamentalmente por las mayores cargas en seguridad social.

Estas cifras agregadas no permiten ver directamente el fenómeno del incremento en las transferencias territoriales por cuenta del Gobierno central, pero en la línea de memorando de ese mismo Cuadro 1 se observa que las transferencias territoriales, a su vez, se han incrementado en 2% del PIB, al pasar de 3,3% del PIB en 1990 a 5,3% en 2003. Así, se observa que como resultado del mandato constitucional de aceleración de la descentralización fiscal y las posteriores leyes que endosaron incrementos salariales adicionales para los sectores de educación y salud, se tiene que la presión de las transferencias territoriales, como proporción de los ingresos tributarios del Gobierno central, se elevó del 35% en 1990 al 38% en 2003.

En términos de incrementos, le sigue en importancia al tema de las transferencias la expansión ocurrida en gastos de inversión pública, referida a formación bruta de capital fijo (FBKF), la que alcanzó 8,5% del PIB en 2003. Esto representa un incremento de 2,1% del PIB respecto a la inversión registrada en 1990 (FMI, 1994); luego no es cierto que el sector público haya dejado de hacer inversión productiva. Lo que pasa es que el grueso de esa inversión hoy corre por cuenta de los gobiernos locales y de las empresas públicas (7,4% del PIB), mientras que el Gobierno central tan sólo ha podido hacer 1,1% del PIB en inversión. Esto como resultado obvio de la profundización del esquema de transferencias territoriales.

Así, pues, este segundo “convencionalismo” acerca de que el sector público ha dejado de invertir, también debe reevaluarse a la luz de estas cifras y precisarse que la inversión productiva (FBKF) ha pasado a ser liderada por los territorios y las empresas públicas descentralizadas, en vez de que lo haga el Gobierno central. Adicionalmente, se ha incrementado la inversión privada por cuenta de los esquemas de concesiones, contribuyendo a impulsar la tasa de inversión total del 12% del PIB que se tenía unos años atrás a cerca del 15,5% del PIB en 2003, la cual se viene constituyendo en la base del crecimiento sostenido para los años venideros.

El tercer elemento de expansión en el gasto público se relaciona con el rubro de intereses, el cual pasó de representar 3,9% del PIB en 1990 a cerca de 4,9% en

2003, arrojando un adicional de 1% del PIB. Este es apenas un resultado natural del incremento en el endeudamiento público, que ha pasado de 35% en 1990 al 61% en 2003, como ya se comentó. A este respecto la solución de fondo consiste en atacar los problemas estructurales relacionados con la tributación y la dinámica perniciosa de las transferencias de seguridad social y territoriales y no, como se ha planteado erróneamente, en recurrir a la “ingeniería financiera” que apunta a reestructuraciones involuntarias de la deuda pública. Los canjes de deuda voluntaria, que han afectado cerca de un tercio de la deuda pública y que han logrado extender vencimientos, han abierto algún espacio de tiempo para poder implementar ahora las soluciones estructurales, pero no es en la “ingeniería financiera” donde se encontrarán las verdaderas soluciones de tipo estructural. Esto es así no sólo porque el campo internacional para continuar con ese tipo de operaciones es estrecho y peligroso, sino porque termina desviando los esfuerzos de la necesaria disciplina fiscal.

En síntesis, en relación con el gasto, han sido los crecimientos en transferencias de seguridad social y territoriales los que mayor incremento han representado en materia de gasto (5,5% del PIB y 2%, respectivamente), mientras que los gastos operacionales se han incrementado en 1,5% del PIB. Esto último impulsado principalmente por el gasto de tipo militar. El nivel de gasto total alcanza hoy en Colombia el 34,4% del PIB, lo que al cotejarlo con ingresos de 31,2% del PIB arroja el conocido déficit de 3,2% del PIB para el SPNF en 2003. El déficit combinado fue de 2,7% del PIB en 2003, una vez se tiene en cuenta el efecto neto de las utilidades del Banco de la República y los gastos financieros de Fogafin.

El balance de todo lo anterior indica que el país ha tenido ingresos adicionales por 7,5% del PIB entre 1990-2003, principalmente como resultado de la mayor tributación a nivel nacional, pero ese esfuerzo de recaudo ha sido desbordado por un incremento en los gastos de 10,1% del PIB, lo cual arroja un desbalance estructural equivalente a 3% del PIB en el SPNF. Esto implica un claro deterioro respecto del equilibrio que se tenía en las cuentas de 1990, cuando se registró un déficit inferior al 1% del PIB (0,6%) y un superávit primario (o sea, antes del pago de intereses) equivalente a 3,3% del PIB (Cuadro 1). En el año 2002 no hubo superávit primario y solo en 2003 se ha empezado a consolidar este esfuerzo de ahorro antes del pago de intereses, al haber logrado uno de 1,7% del PIB. Este resultado, en asocio con el mayor crecimiento económico y el incremento en los recaudos, la menor devaluación de fin de año y las menores tasas de interés, lograron estabilizar la deuda pública alrededor del 61% del PIB al cierre de 2003.

### **III. LAS DEUDAS CONTINGENTES Y SU PRESIÓN SOBRE LA DEUDA PÚBLICA FUTURA**

Los ejercicios tradicionales sobre sostenibilidad de la deuda casi siempre toman en cuenta los costos de la llamada deuda pública “cierta”, representada por la deuda externa e interna desembolsada al sector público. Rara vez se hace mención a la llamada deuda contingente, comprendida por los pasivos pensionales, los bonos de apoyo al sistema financiero o las garantías públicas extendidas en los proyectos de riesgo compartido con el sector privado.

En el caso de la deuda pública “cierta” es posible establecer el costo real de servir dicha deuda a futuro a través de asignarle una tasa de interés real y de suponer otros valores macroeconómicos. En cambio, en el caso de las deudas contingentes el costo de dicha deuda vendrá determinado por otros factores específicos a dichas áreas, como son los factores demográficos, los del sector financiero, los del tráfico vehicular, energético y de telecomunicaciones. Aunque no es posible resumir los costos de esta deuda contingente en una única variable como la tasa de interés real, es fundamental tener en cuenta estas obligaciones futuras a la hora de calcular el esfuerzo fiscal requerido para evitar que este conjunto de deudas ciertas y contingentes tomen un curso explosivo o insostenible.

Siguiendo dicha metodología (Clavijo, 2002), en el Cuadro 2 se ilustra de forma aproximada el acervo de deuda pública que se encontraba vigente al finalizar el año 2003, distinguiendo los pasivos ciertos de los contingentes, tanto en sus conceptos brutos como en los netos. En primer término, cabe destacar que la deuda pública cierta con el SPNF representaba cerca del 61% del PIB y aquella con el sector financiero ascendía a 1,3% del PIB, para un total de 62,3% del PIB al finalizar 2003. Es sobre este total de deuda pública cierta que cabe estimar la carga que representa tal o cual nivel de la tasa de interés real, ajustando sus efectos según se trate de tasas variables o tasas fijas. Para el caso de la deuda pública externa es necesario calcular la tasa de cambio real que se cree habrá de prevalecer en el futuro e inferir de allí su costo equivalente en términos de una tasa de interés real de mediano plazo (convirtiendo todo el acervo a pesos, para poder unificar los cálculos).

En segundo término, están los pasivos contingentes, sobre los que ya se ha argumentado existen serias dificultades para asignarle un costo en función de una tasa de interés real, pues juegan allí otro tipo de determinantes más directos. Más aún,

Cuadro 2

Deudas del sector público colombiano: pasivos ciertos y pasivos contingentes  
(Porcentaje del PIB al finalizar 2003)

	Pasivos ciertos			Pasivos contingentes		
	Sector no financiero (SPNF)	Sector financiero (SF)	Total	Pensionales	Financieros (Fogafin)	Otros (Garantías)
Deuda bruta (1)	61,0	1,3	62,3	180,0	4,7	5,5
Activos líquidos (o intrasectoriales) (2)	10,0 *		10,0 *	10,0 **	1,0 **	
Deuda neta (3) = (1) – (2)	51,0	1,3	52,3	170,0	3,7	5,5

\* Activos líquidos.

\*\* Activos intrasectoriales.

Fuente: Cálculos del autor.

la suma aritmética de estos pasivos contingentes puede no tener mucho sentido económico, ya que los horizontes a los cuales se calcula el valor presente neto no son homogéneos.

Por ejemplo, el valor presente neto de los pasivos pensionales públicos (o con garantía pública) había sido estimado por el Departamento Nacional de Planeación (DNP) en cerca del 206% del PIB, calculado a un horizonte de 50 años vista (Echeverry *et al.*, 2001), el cual se ha reducido a cerca de 180% del PIB tras la aprobación de la reciente reforma pensional de la Ley 797 de 2002. Es claro que el solo cambio en el cálculo del horizonte afectaría el valor de este pasivo. Asimismo, sólo una parte de este pasivo tiene el carácter de “deuda cierta a futuro”, pues un componente cercano al 50% dependerá de los factores demográficos y de la densidad de las cotizaciones.

Más aún, el cálculo de estas obligaciones pensionales a futuro son altamente sensibles a cambios macroeconómicos y jurídicos. Por ejemplo, la Corte Constitucional (C-623 de 2004) avaló la obligación de que los nuevos funcionarios públicos se afilien al ISS durante los tres primeros años (Art. 3 de la Ley 797 de 2003),

alterando reglas de largo plazo que impulsaban la inversión extranjera directa. Pues bien, esta medida en realidad eleva el pasivo pensional actuarial del ISS, sin que se mejore la liquidez. Más grave aún ha resultado que dicha Corte, en su fallo C-754, haya declarado inexecutable el Art. 4 de la Ley 860 de 2003. Con esta actuación, la Corte derrumbó todo el régimen de transición pensional que conducía a moderar los excesivos beneficios que llevaron a la quiebra pensional del ISS. Su costo fiscal preliminar se ha estimado en cerca de 16% del PIB, con lo cual el valor presente neto de las obligaciones pensionales en realidad estaría regresando a un valor cercano al 200% del PIB.

Si se tratara de una falla de procedimiento legislativo, pues debe enmendarse rápidamente. Pero si el debate jurídico lleva a concluir que las “expectativas cercanas de beneficios pensionales” impiden moderar las exageradas pensiones, entonces sólo quedaría el tortuoso camino de una mayor tributación generalizada. Se habría configurado entonces la peor inequidad, donde menos del 20% de la población trabajadora disfrutaría de elevados subsidios, a costa de mayores cargas tributarias generalizadas.

En el mismo Cuadro 2 se observa que existe también una serie de activos pensionales líquidos que permitirá enfrentar parcialmente dichos pasivos. Se ha estimado que dichos activos pensionales representaban cerca de 10% del PIB al finalizar 2001, donde 6% del PIB correspondía a las administradoras de fondos de pensiones (AFP), 2% del PIB al ISS y un 2% del PIB a Ecopetrol, Fonpet y otras entidades públicas. Así, la deuda pensional neta probablemente ascendía al 170% del PIB al finalizar 2003.

Ahora bien, como esta deuda tiene un horizonte amplio, usualmente lo que se hace es establecer las necesidades de caja que estos pasivos netos representarán para el SPNF, digamos, en la próxima década. Así, cuando se trate de averiguar sobre la viabilidad de la deuda del SPNF, deberá sumársele a las obligaciones de los pasivos ciertos esta carga proveniente de los pasivos pensionales contingentes año tras año. Estos costos se reflejarán por “encima de la línea” en el componente de pago de intereses de la deuda cierta (en lo referente al SPNF) y en los pagos de transferencias (en lo referente a la deuda contingente proveniente de las pensiones).

Nótese que sería erróneo ignorar que, adicionalmente al costo de los intereses representados por la deuda del SPNF, existe una carga proveniente de la deuda pensional, solo porque esta última no puede expresarse en forma de una tasa de

interés real (de manera directa). Alternativamente, también sería erróneo sumar las deudas del SPNF y la deuda del pasivo contingente y asignarle directamente un costo en términos de la tasa de interés vigente para el SPNF, pues, como lo explicamos, las deudas contingentes tienen otros determinantes.

Otro componente importante de la deuda contingente viene dado por los bonos de Fogafin, que se emitieron para salvar al sistema financiero de una crisis que amenazaba con volverse sistémica al finalizar 1998. El valor presente neto de esta deuda, a ocho años vista, se ha estimado en cerca de 4,7% del PIB al finalizar 2003. Nótese que este valor incluye el costo de servir esta deuda, cuyo valor principal bordeaba los \$6 billones a esa fecha. En este caso sería erróneo asignarle un costo en términos de una tasa de interés real a dicho acervo, pues allí ya está incluido el servicio de esa deuda. Al igual que con la deuda pensional, deben establecerse los flujos necesarios para poder servir esa deuda año tras año e incluirla como una transferencia a favor del sector cuasifiscal. A su vez, este sector cuasifiscal debe incluir como parte de sus ingresos las utilidades del Banco de la República, las que han jugado históricamente un papel importante.

En este caso también puede argumentarse que existen activos líquidos que permitirían enjugar estas deudas. En efecto, se ha estimado que Fogafin podría llegar a vender parte de sus activos (cartera o acciones de la banca pública) y obtener el equivalente al 1% del PIB, dejando la deuda neta en 3,7% del PIB (Cuadro 2). Al igual que en el caso de la deuda pensional neta, la mejor forma de evaluar las implicaciones fiscales a futuro es montando un cronograma detallado, año tras año, de las necesidades de caja que generarán estos pasivos contingentes netos. Estos no siempre corresponderán a la tasa de interés vigente para la deuda cierta del SPNF, pues de hecho buena parte de esta deuda tiene un costo equivalente a la DTF. Sin embargo, es claro que sería un error ignorar que el servicio de la misma presionará al alza las necesidades de recursos públicos a futuro.

Por último, se hace referencia a las deudas contingentes no pensionales, las cuales tienen su principal origen en las garantías públicas (Clavijo, 1998, pp. 453-455). A raíz de la generación de inversiones públicas bajo el sistema de concesiones al sector privado, se ha vuelto común otorgar garantías mínimas en tráfico vehicular o de telecomunicaciones, al igual que en compras mínimas de energía a las empresas generadoras (los llamados PPA), etc. Se ha estimado, bajo un escenario relativamente conservador, que el Estado colombiano deberá responder por garantías que representan cerca del 6% del PIB en el curso de la próxima década (Cardona *et al.*, 2002, p. 109).

En el Cuadro 3 se presenta una discriminación de lo que podrían representar (Uribe, 2003), en término de exigencias de caja para el período de 2004 a 2008, estas obligaciones de tipo contingente, incluyendo los pagos pensionales más inmediatos y las garantías antes mencionadas. Nótese que las obligaciones no pensionales fluctuarían entre 0,7% y 0,8% del PIB, mientras las pensionales lo harían entre 0,3% y 1,0% del PIB en cada año.

En conclusión, la aritmética de las obligaciones contingentes nos indica que el Gobierno debe estar preparado para enfrentar pagos adicionales a los tradicionalmente contemplados en el presupuesto por cerca de 1,3% del PIB durante las vigencias de 2004 a 2008, como bien se explicó en el ejercicio presupuestal del año 2004<sup>2</sup>. Nótese que esta metodología se aplicó por primera vez en el año 2004, siguiendo los lineamientos de la recién aprobada Ley de Responsabilidad Fiscal 819 de 2003. La experiencia internacional a este respecto ha sido que por cuenta de estas obligaciones contingentes, no lo suficientemente provistas para las vigencias futuras, la mayoría de las relaciones de deuda pública / PIB han tendido a deteriorarse (FMI, 2003a, p. 118).

**Cuadro 3**  
Estimación del impacto de caja de las obligaciones contingentes, 2004-2008  
(Porcentaje del PIB)

Concepto	2004	2005	2006	2007	2008
Tráfico vehicular (concesiones)	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
Generación de energía (PPA)	0,08	0,08	0,07	0,06	0,06
Telecomunicaciones ( <i>Joint-ventures</i> )	0,31	0,32	0,31	0,31	0,30
Garantías crediticias-territoriales	0,01	0,01	0,02	0,03	0,04
Garantías crediticias-empresariales	0,25	0,21	0,19	0,17	0,16
Demandas judiciales	0,09	0,09	0,08	0,08	0,08
Pagos pensionales (incrementales)	0,80	1,04	0,30	0,30	0,30
<b>Total</b>	<b>1,60</b>	<b>1,80</b>	<b>1,04</b>	<b>1,01</b>	<b>0,99</b>

Fuente: Presupuesto 2004 (Uribe, 2003), Confis (2004) y Banco de la República (2004). Cálculos del autor.

<sup>2</sup> El presupuesto del año 2005 indica que las obligaciones de caja derivadas de estas deudas contingentes en realidad serán mayores a las estimadas en el presupuesto de 2004, especialmente en el frente pensional.

La discusión anterior nos deja las siguientes conclusiones. En primer lugar, es importante establecer la cuantía de la deuda pública cierta, sobre la cual deben servirse unos determinados intereses reales. Este costo real de la deuda pública vendrá determinado por las variables macroeconómicas (incluyendo la tasa de cambio) y por las diferentes formas de contratación, bien se trate de tasas fijas o flotantes, de deuda interna o externa. En principio, estas formas de contratación pueden reducirse a un horizonte de mediano plazo en el cual se estará pagando una tasa de interés real (promedio ponderado). Como se verá más adelante, esta tasa real constituye una de las variables claves para aclarar bajo qué condiciones resultaría posible honrar dicha deuda pública.

En segundo lugar, se estableció otro tipo de deudas de carácter contingente, sobre las cuales resulta difícil asignar un costo neto vía tasa de interés. Estas dependen más de factores demográficos (el caso de las pensiones), de la evolución del sistema financiero (el caso de la deuda de Fogafin) o de las condiciones de determinados negocios vehiculares, energéticos o de telecomunicaciones (el caso de las garantías públicas). En este caso no es correcto atar la obligación pública a una determinada tasa de interés, sino que se requiere estimar, año tras año, la probabilidad de que se haga efectiva dicha garantía, siguiendo los lineamientos de las leyes 448 de 1998 y 819 de 2003. A partir de allí deben establecerse los costos anuales en términos de las transferencias fiscales que implicará honrar estas garantías.

Tradicionalmente, los ejercicios de sostenibilidad fiscal se han realizado asignando unos parámetros macroeconómicos al acervo de la deuda del SPNF, pero se ha tendido a ignorar los cuantiosos costos fiscales de las deudas contingentes ya señaladas. Ante la dificultad de asignarle a esta última una tasa de interés real que resuma el costo de servir los pasivos contingentes, probablemente la mejor aproximación al problema de sostenibilidad fiscal consista en continuar realizando este tipo de ejercicios macroeconómicos, *pero con la salvedad de asignar un buen margen de seguridad de “ahorro fiscal adicional” para poder enfrentar los pagos contingentes que necesariamente irán apareciendo año tras año*. El ejercicio preliminar de las obligaciones de caja adicionales por cuenta de las deudas contingentes para el período de 2004 a 2008 nos indica que el Gobierno debería estar abasteciendo ahorros fiscales adicionales por cerca de un 1% del PIB, por encima de los requerimientos que exijan los ejercicios de estabilidad de la deuda bruta a niveles del 61% del PIB.

#### IV. LA DINÁMICA DE LA DEUDA PÚBLICA CIERTA

Conocida la magnitud de la deuda pública cierta, en cabeza del SPNF, en esta sección se analizarán los problemas de sostenibilidad de dicha deuda pública. Inicialmente, se seguirá la metodología tradicional de asignar una serie de parámetros macroeconómicos (tasa de interés real y crecimiento económico) para establecer la magnitud del ahorro fiscal requerido para estabilizar la relación de deuda / PIB. A continuación, se evalúa la sensibilidad de este ahorro ante los cambios en las tasas de interés reales, el crecimiento económico y la eficiencia del recaudo tributario.

La literatura económica sobre la dinámica de la deuda pública resume esta discusión preguntándose por la magnitud del superávit primario requerido para estabilizar la relación de deuda / PIB. Siguiendo a Blanchard (1990) y Meijdam *et al.* (1996), se tiene que la ecuación de equilibrio de la deuda pública puede expresarse así:

$$\Delta [ \text{Deuda pública} / \text{PIB} ] = ( \text{tasa de interés real} - \text{Tasa de crecimiento Econ. real} ) \\ * [ \text{deuda pública} / \text{PIB} ] \\ - [ \text{superávit primario} / \text{PIB} ]$$

Nótese que aquí se toma la deuda bruta y no la que se “netea” por cuenta de las tenencias de la deuda intragubernamental (como la del ISS), como se plantea en el Confis (2002). Ello se debe a que estas últimas deudas también generan un costo en términos de intereses. Solo sería correcto “netearlas” si se tratara de realizar un ejercicio sobre el pasivo pensional neto, el cual aquí se está capturando por fuera de esta simulación.

Segundo, se debe anotar que el último componente corresponde al llamado superávit primario = superávit antes del pago de intereses. Dicho superávit primario tiene la utilidad de permitir evaluar, en el margen, el ajuste fiscal que se viene haciendo, antes de tomar en cuenta el efecto histórico de la deuda. Tercero, cabe aclarar que estos valores de los superávit primarios necesariamente deberán interpretarse como los mínimos requeridos para estabilizar la relación de deuda / PIB, ya que las deudas contingentes exigirán erogaciones adicionales de por lo menos 1% del PIB por año durante el período de 2004 a 2008, tal como ya se comentó.

Por último, en esta fórmula se omite el efecto del señoreaje que, bajo determinadas circunstancias, podría ayudar a amortiguar estas necesidades de ahorro fis-

cal. Desde el punto de vista metodológico, esto simplifica bastante los cálculos. A este respecto, pueden consultarse los interesantes trabajos de Hernández *et al.* (2000), Posada y Arango (2001) y Villar (2004), donde se tratan explícitamente los efectos del señoreaje y de la tasa de cambio sobre la dinámica de la deuda pública. Ahora bien, desde el punto de vista práctico, esta omisión del señoreaje no afecta nuestras conclusiones básicas, pues los recursos del señoreaje se están contemplando como parte del “colchón” requerido para enjugar las deudas contingentes, especialmente las referidas a los bonos Fogafin, tal como ya se explicó.

En la parte superior del Cuadro 4 se reproduce el valor de la relación (superávit primario) / PIB requerido para estabilizar la razón de (deuda pública) / PIB, ante diversos escenarios de endeudamiento y de tasas de interés reales. Inicialmente, se supone una tasa de crecimiento del 2% real (fija) para nuestra economía y una elasticidad unitaria (constante) de los recaudos tributarios a dicha tasa de crecimiento del PIB-real.

Allí se puede observar que, para los actuales valores de tasa de interés real (cerca al 7% anual) y la razón de deuda pública / PIB vigente (cerca al 60%), el superávit primario requerido bordea el 3% del PIB. Si mantenemos la tasa de crecimiento del PIB-real al 2% anual y la eficiencia tributaria constante, se ve que esa exigencia de superávit primarios se incrementa si ocurren alzas en la tasa de interés reales. En efecto, un incremento al 9% en la tasa de interés real elevará las necesidades de ahorro primario al 3,6% del PIB. Una tasa de interés del 10% real implicará generar un superávit primario del 4,8% del PIB, si el objetivo es no desbordar los niveles actuales en la relación de deuda pública / PIB más allá del 60%.

Se observa que cada punto de incremento en la tasa de interés real de la deuda pública, todo lo demás constante, exige realizar un esfuerzo adicional de ahorro público equivalente a medio punto del producto. Si el gasto público no se reduce para generar dicho ahorro, no quedará alternativa diferente a la de impulsar más reformas tributarias. Durante la última década, dichas reformas tributarias han generado, en promedio, cerca de 0,5% del PIB por año y ellas han ocurrido, más o menos, cada año y medio. Esta mayor tributación, sin embargo, ha resultado insuficiente y se ha generado una escalada en las necesidades de financiamiento público, tal como se explicó en la primera sección. Esto se debe a los mayores déficit fiscales, lo cual incrementa el acervo de la deuda pública, al menor crecimiento del sector privado y, en menor cuantía, al efecto de las mayores tasas de interés reales (Hernández *et al.*, 2000, pp. 166-170).

**Cuadro 4**  
Superávit primario requerido para estabilizar la deuda pública  
(Porcentaje del PIB)

Relación porcentual deuda/PIB	Supuestos: crecimiento real al 2% fijo Tasa de interés real			
	7,0	8,0	9,0	10,0
30	1,5	1,8	2,1	2,4
40	2,0	2,4	2,8	3,2
50	2,5	3,0	3,5	4,0
60	3,0	3,6	4,2	4,8
Relación porcentual deuda/PIB	Supuestos: tasa de interés real al 8% fija Crecimiento económico			
	2,0	3,0	4,0	5,0
30	1,8	1,5	1,2	0,9
40	2,4	2,0	1,6	1,2
50	3,0	2,5	2,0	1,5
60	3,6	3,0	2,4	1,8
Relación porcentual deuda/PIB	Supuestos: tasa de interés real del 8% y crecimiento real de 4% fijo Elasticidad del recaudo			
	0,4	0,6	0,8	1,0
30	1,6	1,4	1,1	0,9
40	2,2	1,8	1,5	1,2
50	2,7	2,3	1,9	1,5
60	3,2	2,8	2,3	1,8

Fuente: Meijdam *et al.* (1996) y cálculos del autor.

Como ya se comentó, en 2003 se generó un superávit primario cercano al 2% del PIB. Además, con el crecimiento económico del 4% y la reforma tributaria se logró un incremento en los recaudos del Gobierno central de 10% real. Esto, aunado a un menor ritmo de depreciación de la tasa de cambio al cierre de 2003, arrojó como resultado una reducción de la deuda pública de 62% a 61% del PIB. En la medida que se logre la consolidación anunciada por el Gobierno de buscar

una generación de superávit primarios de 2,5% del PIB en 2004 y de 3% del PIB hacia el futuro, será posible pensar en reducir la relación de deuda pública / PIB de modo más sustantivo en los años venideros.

Sin embargo, no se debe olvidar que la presión de caja que ejercerán las deudas contingentes hacia el futuro haría poco recomendable pensar en disminuir esta meta de superávit primarios cercanos al 3% del PIB por año, aun si la economía lograra crecer a ritmos sostenidos del 4% real por año. En la parte media de ese mismo cuadro, se puede observar que un mayor crecimiento económico implicaría un menor esfuerzo de ahorro público primario. Por ejemplo, un crecimiento del 4% resultaría compatible con la generación de un superávit primario del 2,4% del PIB, en vez de uno de 3,6% del PIB, resultante de suponer un crecimiento económico de tan sólo el 2% real (dejando constante la tasa real de interés en el 8% anual). Empero, ese esfuerzo del 2,4% del PIB debería incrementarse por cuenta de las obligaciones contingentes en cerca de un 1% del PIB en los años venideros, haciendo recomendable mantener como meta un superávit primario cercano al 3,5% del PIB por año, aun con las perspectivas de mayor crecimiento.

Por último, en la parte inferior del Cuadro 4 se presenta la sensibilidad de estos superávit primarios ante los cambios en la eficiencia tributaria. Allí se observa que, a un nivel de elasticidad unitaria entre los recaudos y el crecimiento económico, se requeriría un ahorro primario del orden de 1,8% del PIB, para evitar que la relación de deuda / PIB supere el 60% actual. Sin embargo, estos niveles de eficiencia en gestión tributaria son difíciles de sostener, a menos que se emprenda una reingeniería profunda de la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN). Si, por ejemplo, dicha eficiencia cayera en los próximos años, esto se reflejaría en una elasticidad entre recaudos y crecimiento de tan solo el 0,6%-0,8%, con lo cual el superávit fiscal debería elevarse a 2,3%-2,8% del PIB, aun suponiendo crecimientos del 4% real por año. Al tener en cuenta las obligaciones contingentes, se llega nuevamente a la recomendación de continuar con la meta del 3% del PIB de superávit primario.

Como ha sido tradicional en Colombia, en muchas ocasiones el mayor crecimiento económico no se traduce en mayores recaudos debido a los serios problemas de evasión y elusión tributaria. Se sabe, por ejemplo, que la evasión en los recaudos de renta alcanzaba tasas cercanas al 25%-30%, y en el IVA del 30%-32% (Shome *et al.*, 1999, p. 42; Clavijo, 1998, pp. 30-33), lo cual ha sido ratificado recientemente por la Misión de Ingresos (2002) para la década anterior.

*La conclusión de estos ejercicios de simulación sobre la dinámica de la deuda pública es la de que es necesario continuar con el proceso de ordenamiento de las finanzas públicas, de lo contrario podría entrarse en una senda explosiva, dados los elevados niveles de deuda que se han alcanzado.*

Colombia transita actualmente por el filo de la navaja: los ajustes fiscales de segunda generación permitirían restablecer la dinámica del crecimiento real en cabeza del sector privado, pero si esto no se da, tanto el incremento en las tasas de interés como el menor crecimiento económico tornarían muy difícil contener la espiral alcista del endeudamiento público.

## V. CONCLUSIONES

¿Cómo obtener el cometido de superávit primarios que logren reducir la deuda pública con relación al PIB? Para nadie debe ser sorpresa que se repita aquí que necesariamente el país debe enfrentar una profundización de algunas de las medidas ya tomadas, si es que verdaderamente se quiere asegurar una trayectoria estable de nuestras finanzas públicas.

En primer lugar, más temprano que tarde, será necesario trabajar en el frente de los ingresos, logrando una mejor estructura tributaria, sujeta a menores evasiones. Es indispensable continuar combatiendo las altas tasas de evasión en renta (cercana al 33%) y en IVA (cercana al 30%). La extensión del gravamen del IVA (no necesariamente a toda la canasta de consumo básico) y la mejor fiscalización tributaria bien pueden redundar en un incremento neto de la tributación en cerca de 2% del PIB.

Esto permitiría que los recaudos del Gobierno central se eleven de los actuales niveles del 14% del PIB a cerca del 16% del PIB en los próximos años; si a esto se añade la tributación local (3,4% del PIB, más 0,5% del PIB por mayor eficiencia) y las contribuciones de la seguridad social (2,3% del PIB), se concluye que el nivel de tributación total estaría llegando a cerca del 23% del PIB en los próximos años. A este respecto parece existir un consenso (incluyendo al FMI) tendiente a buscar una mejor estructura tributaria (menos alivios tributarios inoficiosos o tributos distorsionantes como el del 4 por 1.000) y más recaudo eficiente, lo cual permitirá asegurar que se mantenga la exitosa tendencia de años recientes.

En segundo lugar, es crucial retomar lo antes posible las reformas estructurales que aseguren un mayor ordenamiento del gasto público. El Gobierno viene impulsando una reforma tendiente a organizar el Estatuto Orgánico Presupuestal (Rentería, 2004), de tal manera que las reglas ya establecidas en la Ley de Responsabilidad Fiscal logren mejor su cometido de evitar las rentas de destinación específica y de limitar el gasto inoficioso. Pero esto claramente no es suficiente, se requiere atacar los problemas de las transferencias en su fuente.

Esto implica, de una parte, gestionar una reforma constitucional para eliminar los regímenes pensionales especiales (remanentes), evitar que las convenciones colectivas se sigan burlando de las reformas pensionales ya aprobadas, e incrementar las edades de pensión en línea con las ganancias ya probadas en las expectativas de la población colombiana, las cuales ya bordean los 70 años (al momento del nacimiento). Por último, se requiere llegar a un nuevo acuerdo sobre el manejo más apropiado de las transferencias territoriales, teniendo en cuenta la aplicación que se viene haciendo del sistema de “capitación”, gracias a la Ley 715 de 2001. Las ganancias por eficiencia en este frente son sustanciales y deberían abrir espacio para lograr mejores coberturas, manteniendo las transferencias territoriales en sus actuales niveles en términos reales.

Nuestros resultados indican que se requiere generar de forma sostenida un ahorro primario equivalente al 3% del PIB para estabilizar la relación de deuda pública (cierta) / PIB alrededor del 60%, suponiendo un crecimiento del 4% real en la economía y que habrán de venir obligaciones de caja, por cuentas de las deudas contingentes, que promediarán un 1% del PIB en los años venideros.

El país tiene ahora la opción de poder culminar exitosamente el ajuste fiscal del período de 1999 a 2004, sabiendo que los frutos ya se han empezado a manifestar a través de la baja inflación, la tranquilidad cambiaria, la estabilidad monetaria y el mayor crecimiento económico. No es este el momento para aducir “fatiga con las reformas estructurales”, pues el mercado internacional, en vez de reconocer y premiarnos por los logros ya conseguidos, rápidamente nos castigaría al llevarse la impresión de que este proceso se estaría abandonando en momentos en que se ven llegar los mejores frutos del crecimiento y la generación del empleo. La crisis política y social sufrida por la Argentina durante los años 2001 y 2002 debería servirnos de lección para evitar ese tortuoso camino del facilismo fiscal, el cual siempre termina con una grave crisis de la deuda, cuyos daños sociales tomaría décadas reparar.

## REFERENCIAS

- Banco de la República (2004). “Estadísticas sobre deuda pública: Boletín Mensual”, Subgerencia de Estudios Económicos.
- Blanchard, O. J. (1990). “Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators”, en OCDE, documento de trabajo.
- Cardona, J. E. *et al.* (2002). “El manejo de pasivos contingentes en el marco de la disciplina fiscal en Colombia”, en XIV Seminario Regional de Política Fiscal, enero 28 a 30, Santiago de Chile.
- Clavijo, S. (1998). *Política fiscal y Estado en Colombia*, Universidad de los Andes-Banco de la República.
- \_\_\_\_\_ (2002). “Deuda pública ‘cierta’ y ‘contingente’: el caso de Colombia”, en *Revista del Banco de la República*, No. 895, mayo.
- \_\_\_\_\_ (2004). *Descifrando la “Nueva” Corte Constitucional*, Libros de Cambio, Editorial Alfaomega, febrero.
- Comisión de Racionalización del Gasto y las Finanzas Públicas (1997). *Informe Final*, seis tomos, Ministerio de Hacienda y Crédito Público.
- Confis (2002). “La deuda pública colombiana: definiciones, estadísticas y sostenibilidad”, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, marzo.
- \_\_\_\_\_ (2004). “Cierre fiscal de 2003”, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, marzo.
- Echeverry, J. C. *et al.* (2001). “Elementos para el debate sobre una nueva reforma pensional en Colombia”, en *Archivos de Macroeconomía*, DNP, septiembre.
- Fondo Monetario Internacional (1994). *Colombia: Recent Economic Developments*, SM/94/312, diciembre.
- \_\_\_\_\_ (2003). *Colombia: Second Review Under the Stand-By Arrangement and Request for Waiver of Performance Criteria*, 24 de diciembre.

- \_\_\_\_\_ (2004). *Colombia: Third Review Under the Stand-By Arrangement and Request for Waiver of Nonobservance of Performance Criterion*, junio 16.
- Hernández, A. (2003). “Intervención del contralor general de la República ante la Comisión III del Senado sobre el Informe del Banco de la República”, junio 17.
- \_\_\_\_\_; Lozano, L. I.; Misas, M. (2000). “La disyuntiva de la deuda pública: pagar o sisar”, en *Revista de Economía Institucional*, Universidad Externado de Colombia, No. 3.
- Meijdam, L.; Van de Ven, M.; Verbon, H. A. A. (1996). “The Dynamics of Government Debt”, en *European Journal of Political Economy*, Vol. 12.
- Misión de Ingresos Tributarios (2002). *Informe Final*, Fedesarrollo.
- Posada, C. E.; Arango, L. E. (2001). “¿Podremos sostener la deuda pública?”, en *Revista del Banco de la República*, No. 886, agosto.
- Rentería, C. (2004). “Reforma a la Ley Orgánica Presupuestal”, intervención de la directora de Presupuesto del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, en el Foro de Fedesarrollo, marzo.
- Shome, P. (1992). “Trends and Future Directions in Tax Policy Reform: A Latin American Perspective”, en FMI, Documento de Trabajo, WP/92/43, junio.
- Shome, P.; Haindl, E.; Schenone, O. (1999). “Colombia: la política tributaria 1995-1999”, en *Fondo Monetario Internacional*, noviembre.
- Uribe Vélez, A. (2003). *Mensaje presidencial sobre el proyecto de Ley de Presupuesto General de la Nación 2004*, Presidencia de la República septiembre.
- Villar, L. (2004). “Inflación y finanzas públicas”, en Borradores de Economía, *Banco de la República*, No. 297.
- Wiesner, E. (2003). *Fiscal Federalism in Latin America: From Entitlements to Markets*, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington D. C.

## Comentarios sobre el texto *Requisitos para la estabilidad fiscal: un balance y la agenda*

*Luis H. Barreto \**

Los comentarios al documento “Requisitos para la estabilidad fiscal: un balance y la agenda” de Sergio Clavijo, tiene tres componentes: el primero, de enfoque, examina la forma como se fragmenta el análisis económico sin garantizar que se logren los objetivos de la política económica. El segundo comenta los números y los cálculos a partir de un cuestionamiento a la ecuación de sostenibilidad utilizada; la falta de correspondencia entre los cálculos y las soluciones propuestas; la sobreestimación del superávit fiscal y el tratamiento del señoreaje. La tercera parte presenta una perspectiva de la *debt overhang* como alternativa analítica.

### **I. ENFOQUE**

Tengo el convencimiento de que el documento de Sergio Clavijo no persigue como objetivo el crecimiento económico ni el bienestar social. El mismo autor me hizo esta observación en la presentación verbal que hice de estos comentarios. Además, el título y contenido del documento son muy precisos en acotar el análisis al campo de la política fiscal. No obstante, considero que si bien la política económica se puede fragmentar para su análisis en áreas tan especializadas como la fiscal,

---

\* Contralor delegado para Economía y Finanzas Públicas. Contraloría General de la República.  
Correo electrónico: lhbarreto@contraloriagen.gov.co

la monetaria, la cambiaria y la crediticia, ello no debería afectar el logro de los objetivos y fines últimos de la política económica.

Es cuestión de método: las partes deben estar al servicio del todo. Dogan y Pahre (1994) afirman que aunque las ciencias sociales se fragmentan, las especialidades de estos segmentos de ciencia se deben comunicar entre sí. Puede ocurrir que el examen más profundo de uno de estos segmentos se vuelva prioritario, lo cual sesgaría los resultados de la investigación. Por tal motivo, ellos sugieren que debe reintroducirse juiciosamente todo aquello que se excluyó a causa de los imperativos de la especialización, para lograr un equilibrio en los objetivos.

El punto se refiere a que el diagnóstico y las soluciones del desequilibrio fiscal no deberían soslayar los objetivos de la política económica. En mi criterio, ningún analista de la política fiscal debería dar por supuesto que cualquier estabilidad fiscal sirve para lograr el crecimiento económico y el bienestar social. Es importante que la estabilidad fiscal propuesta sea sostenible a través del tiempo y para ello debe estar orientada a lograr los objetivos de la política económica. La estabilidad fiscal es apenas un propósito intermedio de la política económica y no se debería considerar como un fin en sí misma.

Un documento especializado en política fiscal, que busque objetivos de estabilización, debería responder a la pregunta ¿para qué la estabilidad fiscal?, así ella no quede explícitamente formulada. Si las propuestas numéricas de estabilidad se formulan en función de la respuesta que se suministre a esta pregunta, se garantiza que las finanzas públicas tengan una orientación hacia el crecimiento económico. El problema no es solamente de niveles sino también de composición.

Surge, entonces, la necesidad de privilegiar consideraciones de largo plazo. El ajuste fiscal que implícitamente propone el documento de Clavijo de 1% del PIB no sería suficiente, si no se trabaja el estrecho vínculo que existe entre el desequilibrio fiscal interno y el externo con la evolución de la brecha ahorro-inversión del sector privado. La interrelación que existe entre las variables macroeconómicas nos dice que esta última brecha está afectada por decisiones de política fiscal. En otras palabras, el impacto que un déficit fiscal determinado pueda tener en la demanda interna, en el saldo externo y en la oferta agregada, depende esencialmente de la estructura de ingresos y gastos. El hecho de que las variables fiscales reaccionen de forma endógena a la evolución de la economía exige que se consideren los vínculos entre las distintas políticas, con el fin de evaluar adecuadamente las implicaciones de las operaciones del sector público.

Por estas y otras razones, no se debería dejar de lado el referente del crecimiento económico, cuando se trata de hacer propuestas de reforma estructural a las finanzas públicas. El ajuste por el ajuste con un criterio y visión puramente fiscalista (estabilización), podría estar incurriendo en la trampa de la subsistencia macroeconómica<sup>1</sup> en la que caen los distintos gobiernos. Las reformas así concebidas tienen un impacto muy limitado (corto plazo) y se requiere estar renovándolas periódicamente, porque el único objetivo perseguido de estabilización macro no se ha logrado de manera satisfactoria.

Clavijo no muestra cómo las reformas que sugiere en el frente tributario o en el gasto, para evitar las rentas de destinación específica, limitar el gasto inoficioso, atacar los problemas de las transferencias en su fuente, eliminar regímenes pensionales especiales o incrementar las edades de pensión, son garantía para lograr una adecuada estabilidad macroeconómica y de esta manera propiciar las condiciones para que el sector privado crezca de manera sostenida. No es suficiente plantear propuestas que apunten al equilibrio fiscal, sino que hay que demostrar el impacto de durabilidad y permanencia en el tiempo de cada una de estas propuestas sobre la brecha ahorro e inversión del sector privado.

El Gobierno central ha sido una de las principales fuentes de desahorro de la economía, cuyo efecto sobre el crecimiento económico ha sido muy débil si no negativo, entre otras cosas, porque ha descuidado la calidad y la productividad del gasto público, así como la pertinencia del régimen tributario. Ello no ha permitido que el Estado genere o facilite (regule) unas mayores y mejores condiciones de infraestructura física y capacidad de capital humano<sup>2</sup>, necesarias para propiciar un mayor y sostenido crecimiento económico y bienestar social. Así mismo, el régimen tributario no estaría contribuyendo de manera eficaz al crecimiento económico, en cuanto otorga indiscriminadamente significativos privilegios a sectores que no los traducen en mayor inversión. También las excesivas tasas y sobretasas marginales del impuesto sobre la renta, estarían reduciendo los incentivos al ahorro; los impuestos a la nómina estarían afectando la generación de empleo, e impuestos como el de las transacciones financieras le restan neutralidad al régimen tributario.

---

<sup>1</sup> Término usado en "Objetivo de la deuda externa: ¿subsistencia macroeconómica o crecimiento económico y bienestar social?", en Contraloría General de la República, *Informe de la deuda pública 2002*, agosto de 2003, capítulo 2, p. 14.

<sup>2</sup> En el sentido que lo propone Amartya Sen.

El enfoque de las propuestas de reforma presentadas por Clavijo, no es muy distinto a las ya planteadas por el mismo Gobierno. En ese sentido, la conclusión fundamental de su documento es la de que “el país requiere continuar avanzando en sus reformas estructurales de segunda generación”. Esta situación ha conllevado a un desgaste administrativo del ejecutivo y legislativo del Congreso, en el sentido de que cada Gobierno propone un “paquete” de reformas que normalmente giran alrededor del ajuste fiscal sin ninguna otra consideración, a las cuales se les da el nombre de estructurales (tributaria, pensional, laboral, renovación del Estado, etc.) y apellido de primera o segunda generación. Nuestro medio se acostumbró a un ciclo periódico de reformas, lo cual imprime una sensación de permanente inestabilidad en las reglas del juego.

## II. LOS NÚMEROS Y LOS CÁLCULOS

### A. LA ECUACIÓN DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA

El documento de Clavijo cita la ecuación de equilibrio de la deuda pública<sup>3</sup> [Blanchard (1990) y Meijdam *et al.* (1996)], para calcular el superávit primario requerido para estabilizar la relación de deuda / PIB. Los siguientes dos comentarios sobre este indicador:

1. Horne (1990) ya había señalado que es un indicador esquemático, estático y engañoso porque padece limitaciones relacionadas con su sensibilidad al factor tasa de descuento, trayectoria en el tiempo de los gastos públicos y el comportamiento del sector privado.
2. Otra debilidad de este indicador hace referencia a que las variables tasa de interés, crecimiento, deuda y balance primario utilizadas para su cálculo, no son variables independientes unas de las otras. De ahí la crítica de Horne, cuando se refiere a los caracteres esquemático y estático de este indicador, los cuales toman el valor de cada una de estas variables en un instante del tiempo, para calcular el superávit primario necesario para hacer sostenible cualquier nivel de deuda. Lo cierto es que la causalidad en la determinación del comportamiento de cada una de esas variables, puede cambiar de un momento a otro y en el tiempo.

---

<sup>3</sup>  $\Delta [d / PIB] = [\text{int real} - \text{crecim. real}] * [deuda / PIB] - [\text{balance primario con señoreaje} / PIB]$

En el Cuadro 1 se ilustran los resultados de aplicar la mencionada ecuación para las condiciones de deuda, crecimiento, tasa de interés y balance primario de los noventa y primeros años del nuevo milenio. Allí se evidencia, en la última columna, el ajuste necesario para hacer sostenible el nivel de deuda. La crítica al indicador radica en la volatilidad del ajuste por cuenta de la volatilidad de sus componentes. Mientras en 1998 se requería un ajuste de 2,97% del PIB, en 1999 ascendió a 7,94% y, luego, en 2000 se redujo a 5,44%. Las medidas de política para el ajuste fiscal, requieren instrumentos con mayor estabilidad y precisión.

Para ello, es necesario considerar que la tasa de crecimiento de la economía determina el nivel de ingresos tributarios y este, a su vez, contribuye a determinar el balance primario *ceteris paribus* el nivel de gasto. Si este balance primario es deficitario, su financiación determinará el nivel de deuda, el cual simultáneamente

Cuadro 1  
Indicadores de sostenibilidad

Año	Deuda neta (% del PIB) 1/	<i>i</i> deuda 2/	Crecimiento (g)	( <i>i-g</i> )	Balance primario (a)	Superávit de sostenibilidad 3/ (b)	Brecha de sostenibilidad 4/ (c)
1990	16,51	5,19	4,28	0,91	0,33	0,15	0,18
1991	15,20	5,21	2,00	3,21	0,89	0,49	0,41
1992	16,65	(1,53)	4,04	(5,57)	(0,72)	(0,93)	0,20
1993	14,62	1,55	5,39	(3,84)	0,17	(0,56)	0,73
1994	12,32	(1,44)	5,81	(7,25)	(0,40)	(0,89)	0,49
1995	13,82	1,53	5,68	(4,15)	(1,24)	(0,57)	(0,66)
1996	13,17	5,84	2,04	3,80	(2,14)	0,50	(2,64)
1997	15,89	5,09	3,16	1,93	(1,97)	0,31	(2,28)
1998	20,44	5,37	1,61	3,76	(2,20)	0,77	(2,97)
<b>1999</b>	<b>27,19</b>	<b>9,34</b>	<b>(4,50)</b>	<b>13,84</b>	<b>(4,18)</b>	<b>3,76</b>	<b>(7,94)</b>
2000	36,00	9,52	2,81	6,71	(3,03)	2,42	(5,44)
2001	41,43	9,49	1,54	7,95	(3,15)	3,29	(6,45)

1/ Deuda bruta menos activos financieros.

2/ Tasa implícita (interés / deuda) ponderada para deudas externa e interna.

3/ (*i-g*)\*Deuda neta.

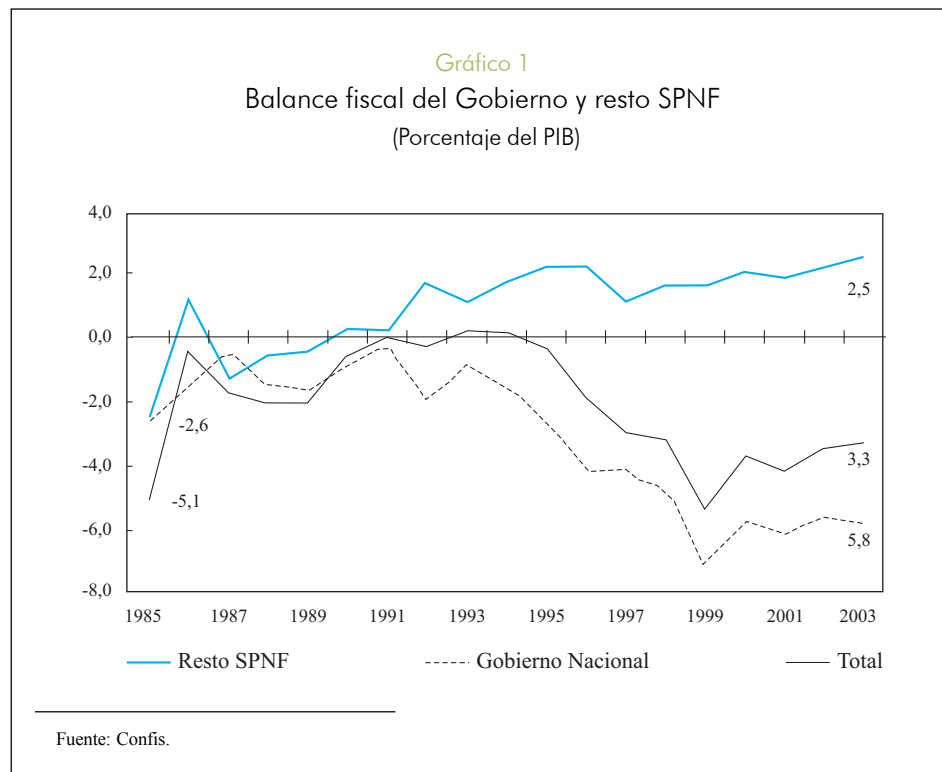
4/ Balance primario - superávit sostenibilidad = ajuste requerido.

Fuente: cálculos del autor.

estará retroalimentado por el costo de la misma. La tasa de interés que define el costo de la deuda estará determinado por el manejo de la política monetaria. Así las cosas, de la dinámica misma de estas variables y de su determinación simultánea, no es lógico esperar que las condiciones macroeconómicas de un instante se vayan a reproducir en el tiempo.

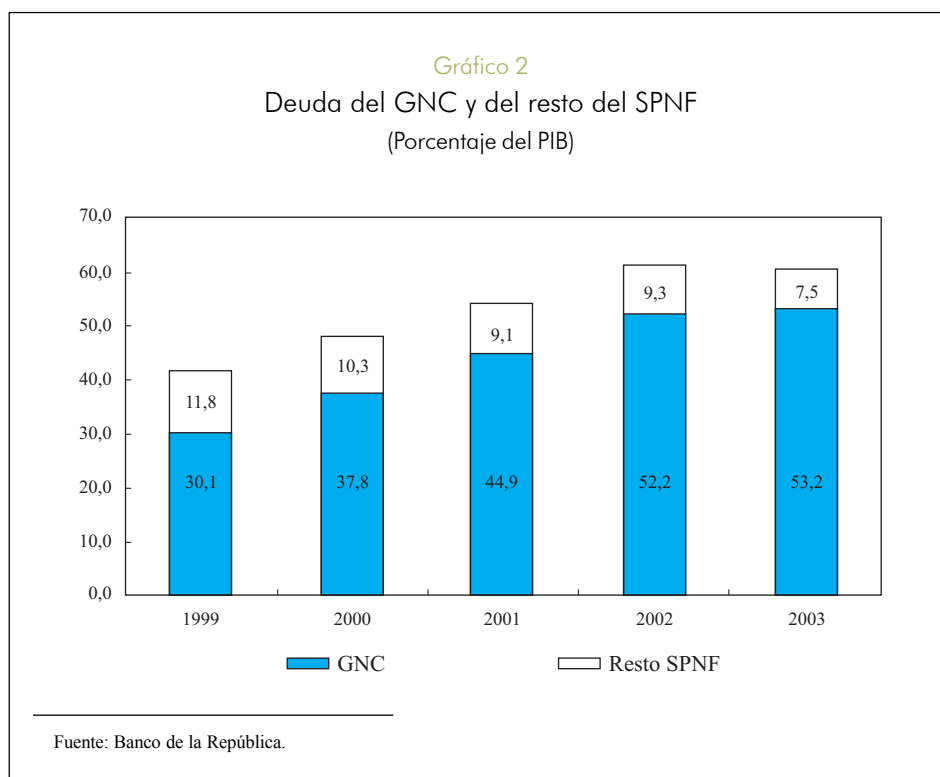
*B. CLAVIJO DIAGNOSTICA Y PROPONE SOLUCIONES PARA EL GOBIERNO NACIONAL CENTRAL, SIN EMBARGO LOS CÁLCULOS DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA LOS HACE PARA EL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO (SPNF)*

El Gráfico 1 ilustra el comportamiento del balance fiscal del SPNF. Mientras el Gobierno nacional central desde comienzos de los años noventa presenta un déficit recurrente, lo contrario sucede con el resto del SPNF, al registrar un superávit



permanente y creciente. En concordancia con esto, el Gráfico 2 ilustra que la deuda del SPNF está explicada en un 88% (53,2% del PIB) por el Gobierno nacional central y 12% (7,5% del PIB) por el resto del SPNF. De esta manera, es evidente que el desequilibrio de las finanzas públicas y la insostenibilidad de la deuda se origina y se explica en el Gobierno nacional central y no en el resto del SPNF. Por tanto, no es conveniente metodológicamente y mucho menos para tomar decisiones de política fiscal, mezclar indiscriminadamente ambos grupos de entidades en un solo indicador.

En la práctica, ello implicaría que el superávit del resto del SPNF se utilice para cubrir la deuda del Gobierno nacional central, lo cual es abiertamente inconveniente desde el punto de vista de los objetivos de la política económica. No se puede sacrificar crecimiento y bienestar por la supuesta estabilidad que trae la aplicación de la ecuación de sostenibilidad. Además, sería de muy dudosa legalidad la aplicación de estos criterios para buscar la estabilidad.



El agregado del SPNF no es útil para calcular la sostenibilidad de la deuda, por las implicaciones que ello tendría en la subestimación de problemas de liquidez, crisis financieras o riesgos de *default*. La principal razón es que hay un supuesto fuerte de unidad de caja o fungibilidad de los recursos en el interior del SPNF, los cuales no se corresponden con el funcionamiento legal y misional que le fue asignado a cada uno de los entes que hacen parte del sector público colombiano. Cada unidad institucional (entidad del gobierno o empresa) tiene sus propias condiciones financieras para hacer o no sostenible su propio nivel de endeudamiento.

La inconsistencia que se genera al no independizar el análisis de las finanzas públicas entre la administración del Gobierno nacional y las empresas y establecimientos públicos, radica en que el desbordado déficit de la primera condiciona el desempeño de las segundas. Las empresas y el sector descentralizado tienen un mayor potencial de aporte en términos de crecimiento económico y bienestar social, frente a la limitada capacidad del Gobierno nacional para lograr este mismo objetivo. La demostración de este comentario se puede apreciar cuando se discrimina el balance fiscal del sector público no financiero entre el Gobierno nacional central y el resto de entidades que incluyen las empresas públicas, para verificar qué parte del superávit de estas últimas contribuyen a financiar al Gobierno. En 2003, mientras el Gobierno produjo un déficit de \$13 billones (b), el resto del SPNF generó un superávit de \$5,4 b (Cuadro 2).

El Cuadro 3 ilustra las fuentes de colocación de títulos de tesorería, TES, para financiar el déficit fiscal del Gobierno nacional central. Allí se observa que \$2,2 b,

Cuadro 2		
Balance fiscal del SPNF 2003		
	Miles de millones de pesos	Porcentaje del PIB
Gobierno nacional central	13.092	(5.9)
Resto del sector público no financiero	5.447	2.4
Subtotal SPNF	(7.645)	(3.5)

Fuente: Confis.

**Cuadro 3**  
Fuentes de colocación de TES B  
(Miles de millones de pesos)

	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>Variación</b>	<b>Contribución</b>
Saldo de TES en circulación	49.267	57.311	8.045	100
Sector financiero	25.169	28.974	3.805	47
Banco de la República	2.724	3.523	799	10
Resto	22.445	25.451	3.007	37
Sector privado	7.644	9.664	2.020	25
Sector público	16.454	18.673	2.220	28

Fuente: Banco de la República.

equivalentes al 28% de las colocaciones totales de TES, provienen del mismo sector público.

Ello quiere decir que el 41% del superávit total del resto del SPNF se destinó a financiar el déficit del Gobierno nacional central. Entre las entidades públicas que más contribuyeron a financiar el déficit del gobierno, a través de la compra de estos TES, figuran Ecopetrol, Telecom, Cajanal, Sena, Caprecom, Isagen, ISA, ISS, Inviás, EPM, Metro de Medellín, etc. Estas entidades restringieron parcialmente el cumplimiento de sus objetivos misionales por financiar al Gobierno nacional central.

A esta situación se llega de manera deliberada por parte de las autoridades económicas, toda vez que el plan financiero formulado y aprobado en el Ministerio de Hacienda fija metas de inversión y de generación de superávit a las empresas y establecimientos públicos, con el fin de propiciar por esa vía excedentes que contribuyan a financiar al déficit que requiere cubrir el Gobierno.

### *C. SOBRESTIMACIÓN DEL SUPERÁVIT FISCAL*

El documento calcula el balance primario para el SPNF de los años 1990 y 2003. En ambos casos asciende a un superávit primario equivalente a 3,3% y 2,0%,

respectivamente. El comentario quiere hacer caer en la cuenta de la sobrestimación del superávit primario porque los ingresos totales no están corregidos por rendimientos financieros. El superávit primario debería ser menor por cuanto hay que descontarle a los ingresos los rendimientos financieros, así como a los gastos se les descuentan los intereses de la deuda. Los rendimientos financieros de las entidades públicas son producto de las inversiones de su liquidez en portafolios financieros<sup>4</sup>. Así como para el cálculo de la deuda neta se descuentan los activos financieros, también para el cálculo del balance primario se deben descontar los rendimientos financieros provenientes de esos mismos activos financieros. Según información del Confis, para 2003 los rendimientos financieros del SPNF ascendieron a \$4,2 b, equivalentes a 1,9% del PIB. Por tanto, el balance primario para 2003 no sería 2,0% sino 0,1% del PIB. La columna derecha del Cuadro 4 muestra la corrección.

Esta corrección técnica, a partir del cálculo de superávit primario del documento de Clavijo, implica consecuencias para sus conclusiones numéricas. En la perspectiva analítica del autor, se requeriría, entonces, un ajuste de 1,9% y no del 1% del PIB para hacer sostenible un nivel de deuda bruta alrededor del 60% y neta del 51% del PIB para el SPNF (Cuadro 5).

No obstante, en coherencia con el comentario del punto 2.B anterior, el Cuadro 5 también ilustra sobre el nivel de ajuste requerido por el Gobierno nacional central para hacer sostenible un nivel de deuda neta del 52% del PIB. Ese ajuste equivale a 3,7% del PIB.

#### *D. TRATAMIENTO DEL SEÑOREAJE*

En la ecuación de sostenibilidad (en el pie de página número 3) se aprecia que el balance primario es corregido por señoreaje. Al respecto, Clavijo en su documento afirma:

“En esta fórmula -refiriéndose a la ecuación de equilibrio de la deuda pública- omitimos el efecto del señoreaje que, bajo determinadas circunstancias, podría

---

<sup>4</sup> El aparente efecto de duplicación de los rendimientos financieros de las entidades públicas proveniente de las inversiones en TES (\$1,9 b), se anula cuando para el cálculo del balance primario se elimina el componente de intereses que paga el Gobierno nacional central a los poseedores de estos títulos.

**Cuadro 4**  
Balance fiscal SPNF-2003  
(Porcentaje del PIB)

	<b>Clavijo</b>	<b>Corrección</b>
<b>Ingresos</b>	<b>30,30</b>	<b>30,30</b>
Tributarios	17,30	17,30
No tributarios	11,60	9,70
<b>Rendimientos financieros</b>		<b>1,90</b>
Seguridad social	1,40	1,40
<b>Gastos</b>	<b>33,40</b>	<b>33,40</b>
Operacionales	9,60	9,60
Transferencias	10,90	10,90
Territoriales	5,30	5,30
Seguridad social	5,60	5,60
<b>Intereses</b>	<b>5,10</b>	<b>5,10</b>
Inversión	7,80	7,80
Balance corriente	(3,10)	(3,10)
<b>Balance primario</b>	<b>2,00</b>	<b>0,10</b>

Fuente: Clavijo (2004), "Requisitos para la estabilidad fiscal: un balance y la agenda"; y cálculos del autor.

**Cuadro 5**  
Indicador de sostenibilidad  
2003  
(Porcentaje del PIB)

<b>Sector</b>	<b>Deuda neta</b>	<b><i>i</i> real deuda</b>	<b>Crecimiento</b>	<b>Balance primario</b>	<b>Superávit sostenibilidad</b>	<b>Brecha de ajuste</b>
GNC	52	7,0	4,0	(2,0)	1,7	3,7
SPNF	51	7,0	4,0	0,1	2,0	1,9

Fuente: CDEFP-CGR.

ayudar a amortiguar estas necesidades de ahorro fiscal. Desde el punto de vista metodológico esto simplifica bastante los cálculos... Desde el punto de vista práctico esta omisión del señoreaje no afecta nuestras conclusiones básicas, pues los recursos del señoreaje los estamos contemplando como parte del “colchón” requerido para enjugar las deudas contingentes, especialmente las referidas a los bonos Fogafin”.

El señoreaje fiscal está destinado a financiar al Gobierno nacional central. Villar (2004) lo calculó en 0,71% del PIB para 2002 y de 0,92% del PIB para 2003. De hecho, en la práctica, se está usando este señoreaje fiscal para financiar el gasto del Gobierno nacional central. Por tanto, la estimación de Clavijo debería incluirlo en la ecuación citada por el autor como una forma de disminuir el requerimiento de superávit primario. De lo contrario, se estaría incurriendo en una inconsistencia metodológica, toda vez que la deuda / PIB que el autor usa en la misma ecuación, hubiera sido mucho mayor al no haber existido el señoreaje como una fuente de financiamiento adicional al de la deuda. Por tal razón, las fuentes de financiamiento hay que dejarlas completas dentro de la ecuación. Por una parte, deuda / PIB y, por otra, señoreaje fiscal / PIB. En consecuencia, se tendría un requerimiento de superávit primario menor al que el autor estima, en un monto equivalente a la proyección del señoreaje fiscal. Esta situación, incluso, contribuye a compensar la sobrestimación comentada en el anterior punto 2.C del balance primario observado en 2003, por no descontar los rendimientos financieros de los ingresos. No obstante, el autor quedaría sin “colchón” para financiar las contingencias de los bonos Fogafin.

### III. ALTERNATIVAS ANALÍTICAS

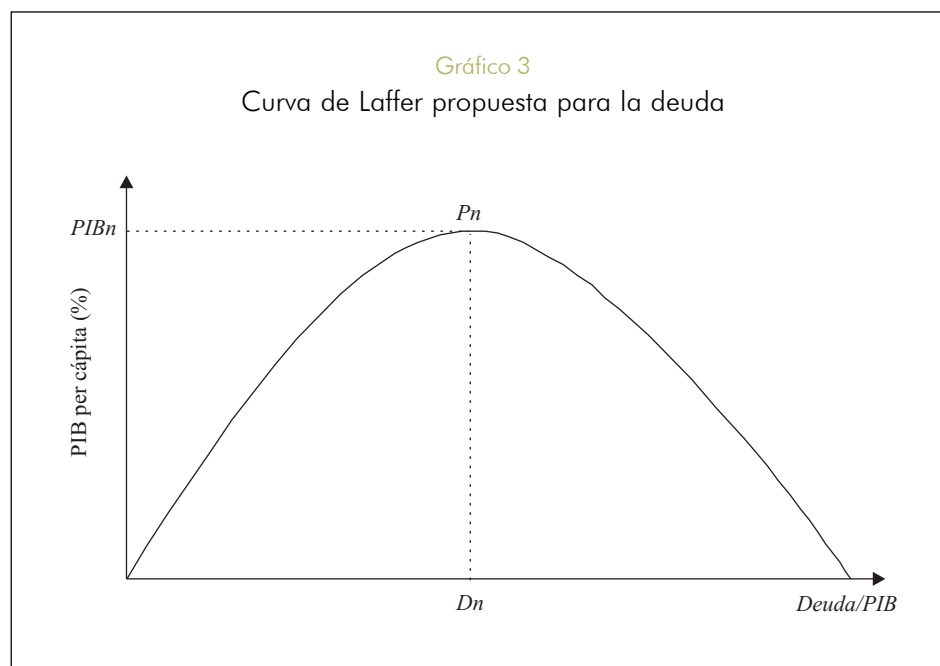
Clavijo entiende por estabilidad fiscal, el superávit primario necesario para hacer sostenible un nivel de deuda. Allí no se discute la pertinencia de un nivel determinado de deuda, porque asume que si se cumplen los requisitos de tasa de interés, crecimiento y superávit primario, ese nivel será sostenible. Numéricamente llega a la conclusión de que un superávit primario de 3% del PIB del SPNF hará sostenible un nivel de deuda alrededor del 60% del PIB.

La alternativa analítica consiste en discutir un nivel de deuda que sea apropiado al crecimiento económico. En ese sentido, Sachs (1989) y Krugman (1988), a propósito de la crisis de la deuda de los años ochenta, proponen en sus publicaciones el

enfoque *debt overhang*. Este enfoque considera que una pesada carga de la deuda reduce el incentivo de un país deudor para invertir. La expectativa de los inversionistas es que el repago de la deuda se hace a través de mayores impuestos (equivalencia ricardiana). Esto desincentiva las decisiones de inversión, la acumulación de capital y el crecimiento.

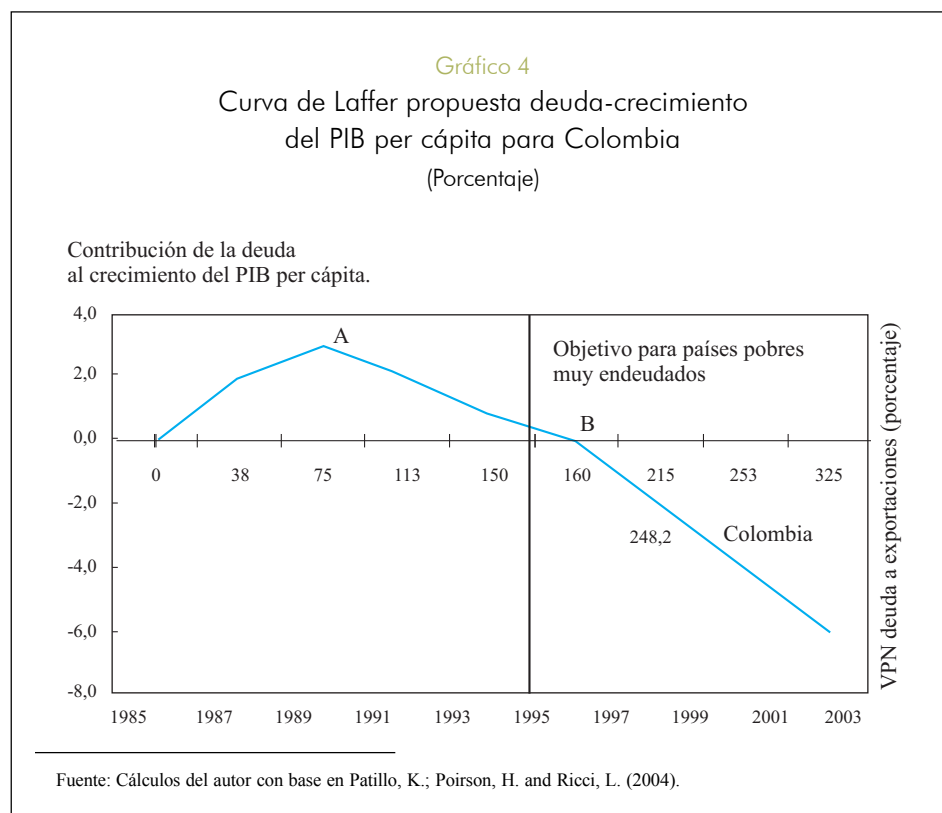
Este enfoque propone una *curva de Laffer* para la deuda, la cual confronta el crecimiento de la deuda / PIB (eje  $x$ ) frente a su contribución al crecimiento económico (eje  $y$ ). El punto óptimo es aquel donde la recta tangente a la curva tiene una pendiente de cero ( $P_n$ ) y corresponde a un nivel máximo de deuda ( $D_n$ ), después del cual comienza a registrar una contribución descendente al crecimiento económico ( $PIB_n$ ) e incluso con probabilidad de riesgo *default* (Gráfico 3).

Patillo, K.; Poirson, H. y Ricci, L. (2004) utilizan el enfoque *debt overhang* mediante regresiones para un panel de 61 países en desarrollo (Colombia incluido) de todos los continentes. El impacto de la deuda externa se vuelve negativo sobre 160%-170% de las exportaciones o 35%-45% del PIB. El resultado indica que el impacto marginal de la deuda comienza siendo negativo sobre la mitad de ese valor.



Este enfoque aplicado a Colombia encuentra, en el Gráfico 4, que el punto óptimo para que la deuda externa contribuya entre medio y un punto porcentual al crecimiento del PIB per cápita, es ubicar la relación de deuda a exportaciones en el 75%. A finales de 2003 esta relación se encontraba en 248,2%, muy por encima del 160%, valor máximo para que la deuda sea indiferente en términos de crecimiento económico.

Dejo planteado este desafío: determinar el nivel óptimo de deuda pública interna, de tal suerte que su crecimiento marginal no impacte negativamente el crecimiento económico.



## **BIBLIOGRAFÍA**

Dogan, Matei; Pahre, Robert (1994). *Las nuevas ciencias sociales. La marginalidad creadora*, Ed. Grijalbo, México, D. F.

Clavijo, Sergio (2004). “Requisitos para la estabilidad fiscal: un balance y la agenda”, documento Banco de la República.

Horne, Jocelyn (1991). “Indicadores de la sostenibilidad fiscal”, FMI, WP/91/5.

Villar, Leonardo (2004). “Inflación y finanzas públicas”, en Borradores de Economía, *Banco de la República*, No. 291.

Sachs, Jeffrey, (1989). “The Debt Overhang of Development Countries”, en *European Journal of Political Economy*, Vol. 12.

Krugman, Paul, (1988). “Financing vs. Forgiving a Debt Overhang”, en *European Journal of Political Economy*, Vol. 12.

Patillo, K.; Poirson, H.; Ricci, L. (2004). “What Are the Channels Through Which External Debt Affects Growth?”, FMI, WP/04/15.