

# Análisis Coyuntural

---

## I. SITUACIÓN FISCAL Y SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA

### A. Panorama de las finanzas públicas

Con la entrada del nuevo gobierno a mediados del año se puso en evidencia la crítica situación fiscal del país, un aspecto que constituye una pieza fundamental para su futuro económico. Las condiciones de las finanzas públicas son graves tanto en el corto como en el mediano plazo. Se obtuvo un elevado déficit en 2002, a la vez que la deuda pública neta, que asciende a 49% del PIB, se perfila como insostenible en el mediano plazo.

Los datos del Plan Financiero revisado para 2002 muestran que el déficit del Sector Público Consolidado fue de 4% del PIB, superior en 1,3% al programado para este año. Restando las utilidades del Banco de la República, el superávit de Fogafin y los costos de reestructuración financiera, el déficit del sector público no financiero ascendió a 4,4% del PIB.

El principal causante del elevado déficit registrado durante este año fue el Gobierno Central, cuyo balance al final del año alcanzó una cifra de -6,5%

del PIB, que en parte fue compensado por el superávit de 2,1% de las entidades descentralizadas.

El mayor déficit del Gobierno Central se originó en menores ingresos, pero especialmente en mayores gastos. Los ingresos tributarios fueron inferiores, debido a un crecimiento de la economía por debajo de lo proyectado y a un dinamismo menos pronunciado de las importaciones. Por el lado del gasto la situación fue aún más crítica, pues al final del año los gastos totales ascendieron a 21,3% del PIB, frente a una cifra programada de 19,2%, e incluso superiores a los gastos de 2001 que representaron 20,9% del PIB.

El gobierno está en proceso de firmar un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional en el que se compromete a ejecutar un programa de ajuste fiscal por un período de dos años, 2003 y 2004, que también incluye la adopción de reformas tendientes a lograr un ahorro fiscal en el mediano y largo plazo.

Concretamente, las metas fijadas para el déficit del Sector Público Consolidado son de 2,4% en 2003 y de 2% en 2004. Para tal propósito y con el fin de

sentar las bases para sanear las finanzas públicas en el mediano plazo, las autoridades se han comprometido con la adopción de un paquete de reformas estructurales que incluye la reforma tributaria, la reforma pensional (ambas recientemente aprobadas), la Ley de Responsabilidad Fiscal, un Referendo para ajustar el gasto público y las reformas laboral y del Estado.

Se ha anunciado que el acuerdo con el FMI se firmará en enero, después de haber sido aprobadas las reformas pensional y tributaria. El Referendo, aunque parece no ser un requisito para la firma, deberá ser sustituido por otras medidas de recorte de gasto en caso de no ser aprobado.

Además de los compromisos de ajuste que son esenciales para el futuro económico del país, con este programa el gobierno consiguió un respaldo importante de la banca multilateral y Colombia podrá recibir una suma importante de recursos en los próximos años, precisamente en un momento en que los mercados privados de capitales interno y externo están virtualmente cerrados.

El gobierno ha presentado en forma general las cifras fiscales y las fuentes de financiación del déficit para el próximo año. Los datos muestran que para el año 2003 el déficit del Gobierno Central sin ajuste ascenderá a \$13,8 billones, 6,3% del PIB, a lo que suma un valor de las amortizaciones de \$14 billones, para un total de necesidades de financiación de \$27,8 billones. Por el lado de las fuentes, se proyectan desembolsos por \$20,9 billones, los cuales se componen en 58,9% de recursos internos y 36,8% de recursos externos. Con todo, se enfrentaría un faltante que asciende a cerca de 2,7% del PIB.

Se tiene previsto cubrir este faltante con un ajuste fiscal de \$3,7 billones, correspondiente a mayores ingresos de la reforma tributaria (1% del PIB) y un

recorte en gastos (0,7% del PIB). Adicionalmente, las autoridades esperan conseguir otros recursos externos por \$2,18 billones, una cifra que en dólares asciende a 781 millones, a través de recursos del Banco Mundial, el BID (a través de la ventanilla de emergencia) y un crédito sindicado de la CAF. Se considera además la posibilidad de contar con recursos adicionales del BID por entre 350 millones de dólares y 1.000 millones de dólares, los cuales podrían sustituir financiamiento del mercado interno o externo.

Los avances en la negociación de un nuevo acuerdo con el FMI son sin duda de esencial importancia y el aval de este organismo a los mencionados programas de ajuste constituye una pieza fundamental para generar compromisos concretos del gobierno sobre metas y plazos, y adicionalmente para restaurar la credibilidad y el acceso del país a los mercados externos. Vale insistir, sin embargo, que la turbulencia que hoy vive América Latina sumada a la coyuntura reciente de Colombia en el mercado de deuda pública han terminado por hacer que los inversionistas sean más cautelosos y que sólo respondan a resultados tangibles y no a ofertas o anuncios. Por esto, es previsible que los mercados se abran al país en forma lenta y gradual, y que esto dependa estrechamente de los logros conseguidos.

Un razonamiento similar puede hacerse para el caso de los agentes domésticos, quienes hoy se muestran más confiados pero a la espera de resultados para materializar sus expectativas en planes concretos de inversión y de consumo. Tras la "crisis" reciente del mercado doméstico de deuda pública, cuyos orígenes son más estructurales que coyunturales, es previsible que éste sólo se normalice cuando haya hechos concretos en materia de ajuste fiscal. Sólo así, y reduciendo el riesgo de los papeles públicos, los agentes volverán a acudir en forma masiva a ese mercado y el gobierno podrá contar

con las subastas de títulos de deuda pública como una de las dos fuentes principales de recursos de financiación. Este proceso, como en el caso de los mercados externos, también será gradual y dependerá de los avances y logros en las propuestas oficiales. En el entretanto, el gobierno, tal como lo tiene previsto, deberá acudir a otros mecanismos de financiación.

Algunos ejercicios hechos por Fedesarrollo, que buscan analizar el comportamiento de la deuda pública en los próximos años muestran que sólo si el gobierno lleva a cabo el mencionado ajuste y logra mantenerlo en los próximos años, se podrá estabilizar la deuda bruta del gobierno central en un nivel de 50% como proporción del PIB. Por el contrario, en caso de no hacer el ajuste, o incluso si este es insuficiente, la deuda crecería año tras año hasta niveles impagables.

Es claro que en la práctica nunca se llegaría a ese punto. Antes de alcanzarlo los mercados forzarían una crisis de la deuda. En el año 2002, con una deuda de 50% del PIB, fue evidente que los mercados se cerraron y por lo tanto niveles muy superiores no serían viables (cerca de 67% en 2005).

Lo anterior constituye una ilustración de lo que podría ocurrir con la deuda pública en caso de no realizarse el ajuste anunciado. El punto que se quiere resaltar es que el país puede llegar a una situación de crisis si no lleva a cabo en su totalidad el programa de ajuste propuesto.

No hay que desconocer que para el año 2003 el país tendrá severas dificultades de financiación, y es gracias a los recursos de las entidades multilaterales que el gobierno logrará financiar el déficit de este año y parte de los años que siguen. Incluso, algunos analistas internacionales han entendido este apoyo como "programa de rescate" o *bail-out*.

Sin embargo, no hay que olvidar que estos programas están condicionados al cumplimiento de metas fiscales (las acordadas con el FMI) y de ello depende su desembolso y por lo tanto, las posibilidades de financiamiento del país durante los próximos años.

Pero a pesar de que existe un diagnóstico claro y que buena parte de las medidas en materia económica se orientan en la dirección correcta, el buen desempeño de la economía del país aún no está asegurado. Adicionalmente, la crisis de algunos países de América Latina como Brasil, Argentina, Venezuela y las dificultades por venir en Ecuador, serán un elemento determinante en el año que se inicia para que se consolide la recuperación.

En esta sección se analizan dos escenarios que toman en cuenta diferentes situaciones fiscales. En especial, se considera una situación base en la cual se asume que el gobierno lleva a cabo el ajuste, y un segundo escenario donde el ajuste no es realizado en su totalidad. No se considera una última situación donde las finanzas públicas mantienen la tendencia actual sin ningún tipo de ajuste, por cuanto es evidente que esto propiciaría una crisis inmediata de la deuda, con consecuencias de cesación de pagos o de incumplimiento que no sería posible cuantificar. Sin embargo, el rumbo que han adoptado las autoridades en el manejo económico hace prever que las probabilidades de una situación de ese tipo son hoy en día bajas, y más bien el país se estaría moviendo en los próximos años en un panorama de ajuste fiscal total o parcial.

La razón para enfatizar el tema fiscal en los escenarios radica en el hecho de que, a pesar de que existen otros factores críticos en el país como por ejemplo la elevada tasa de desempleo, la situación fiscal y de la deuda pública se han convertido en variables determinantes para el crecimiento futuro de

corto y mediano plazo. En particular, la corrección del desbalance fiscal no sólo determina la confianza en el desempeño futuro del país y el acceso a los recursos internos y externos, sino además provee las bases para una estabilización de las tasas de interés de largo plazo, un factor esencial para el crecimiento económico. Si bien la política monetaria puede alterar las tasas de interés de corto plazo, es la política fiscal la que determina sus niveles de largo plazo. Tasas de interés bajas y estables, junto con una corrección del déficit y un control de la tendencia explosiva de la deuda, son los elementos que ayudan a recobrar la confianza para llevar a cabo planes de inversión y de consumo.

Junto con lo anterior, la solución del conflicto armado interno es un factor que también pesa de manera crucial sobre los resultados económicos y de confianza para la inversión y el consumo domésticos, y que debe resolverse en plazos tan breves como ello sea posible.

## B. Escenario de ajuste fiscal

El análisis y las proyecciones que se resumen a continuación se basan en un modelo de equilibrio general computable, cuya principal virtud es la de garantizar la consistencia macroeconómica de los resultados. Como se mencionó, las diferencias en-

tre los dos tipos de escenarios considerados en esta sección radican en el comportamiento de variables de tipo fiscal, las cuales afectan a su vez otros mercados como el monetario y el cambiario. Otros supuestos, relacionados con la producción de ciertos bienes y los precios, se mantienen inalterados en los dos escenarios.

### 1. Déficit fiscal

El ajuste previsto en este escenario va en la misma dirección del acuerdo que tiene previsto firmar el gobierno con el Fondo Monetario Internacional.

Como se observa en el Cuadro 1, se espera que a partir del próximo año el gobierno lleve a cabo un ajuste fiscal y que éste se mantenga en los años siguientes (más allá de 2004, fecha que hasta ahora establece el acuerdo con el FMI). Para el SPNF, se pasaría de un déficit de 4,4% en 2002, a uno de 2,3% en 2004 y se llegaría a un déficit de apenas 0,3% en 2006.

El ajuste necesario para alcanzar estos niveles se logrará a través de mayores ingresos (en parte por la reforma tributaria de 2003 y por el crecimiento de la economía en los años siguientes), y en parte con una reducción del gasto público. Como se mencionó, el gobierno se ha comprometido con un ajuste

**Cuadro 1. PROYECCIONES ESCENARIO BASE: DÉFICIT FISCAL SPNF**  
(Miles de millones de pesos corrientes)

	2002	2003	2004	2005	2006
Ingresos totales	98.445	106.369	113.980	123.502	135.317
Gastos totales	107.641	113.054	119.224	126.185	136.066
Ajustes por causación	484	285	0	0	0
Déficit	-8.712	-6.400	-5.244	-2.683	-749
Déficit % PIB	-4,4	-3,0	-2,3	-1,1	-0,3

Fuente: Proyecciones de Fedesarrollo.

para 2003 de cerca de 1,6% del PIB, derivado de una reforma tributaria que implicará recursos adicionales por cerca 1% del PIB, y a través de un recorte del gasto mediante la figura de un Referendo que plantea la congelación temporal de los salarios públicos y de otros gastos. A través de dicho mecanismo, el Gobierno espera recortar gastos por una cifra equivalente a 0,6% del PIB, lo que le permitiría alcanzar un déficit para el SPNF del orden de 3%.

Para los años siguientes, se espera que se mantengan los efectos de la reforma tributaria, máxime cuando se han planteado mecanismos que permitan aumentar algunos impuestos hasta el año 2004.

Los mencionados niveles de déficit permitirán al sector público mejorar el balance primario (es decir el déficit sin contar el pago de intereses de la deuda), un aspecto fundamental para garantizar la sostenibilidad de la deuda pública en el mediano plazo.

De acuerdo con la teoría sobre la materia, es necesario que un gobierno genere un balance primario tal que le permita cubrir el costo de un determinado nivel de deuda y que evite la adquisición de nuevos endeudamientos para este propósito. De no ser así, dicho nivel de deuda es considerado como insostenible en el mediano y largo plazo.

En el caso de Colombia se han realizado varios análisis sobre el tema de sostenibilidad de la deuda pública con base en diferentes metodologías y supuestos. Aunque no hay un consenso sobre las cifras exactas, sí parece haber acuerdo en que el país requiere un superávit primario de entre 2% y 2,5% del PIB por año para estabilizar la deuda en los niveles actuales que bordean el 50% para la deuda pública neta<sup>1</sup>.

En este sentido, un escenario donde en pocos años se alcance este nivel de superávit primario (2005

en este ejercicio), puede considerarse de ajuste. Como se verá más adelante, una situación similar a la anteriormente descrita podría estabilizar la deuda pública del SPNF ligeramente por encima de su nivel actual de 50% del PIB.

### C. Un escenario sin ajuste fiscal

La economía colombiana es particularmente sensible al ajuste fiscal. Los ejercicios de proyección hasta 2006 muestran que la falta de disciplina fiscal, que mostraría un ajuste apenas parcial, tendría un efecto que se podría cuantificar en al menos un punto del crecimiento del PIB por año, sin contar los efectos devastadores que tendría sobre la sostenibilidad de la deuda en plazos relativamente cortos.

En el escenario sin ajuste fiscal se supuso un faltante para las finanzas públicas de 4,3% en 2003 frente al 3% de la situación con ajuste (Cuadro 2). El déficit se mantendría en 4,1% en 2004 y 2005 y subiría de nuevo a 4,3 en 2006 en el caso sin ajuste. Ante este evento, la tasa de crecimiento de la economía se reduciría a 1,4% en 2003 y 2004 y a 1,2% en 2005.

La falta de arreglos fiscales austeros cerraría una buena parte de los mercados de crédito internos y externos, con lo cual se obligaría al país a diferir en el tiempo el pago de su deuda interna y externa. Los nuevos acuerdos de pago se contratarían a tasas de interés mayores, por efecto del mayor riesgo de las operaciones, induciendo así un déficit más elevado. También se aumentaría el piso para las tasas de

---

<sup>1</sup> Se entiende por deuda pública neta del SPNF la deuda bruta descontando la deuda que han adquirido las mismas entidades del sector público. También se entiende por neta la deuda bruta a la cual se descuentan los activos del gobierno. El concepto utilizado aquí se refiere a la primera definición.

## Cuadro 2. PROYECCIONES ESCENARIOS DE DÉFICIT FISCAL

	2002	2003	2004	2005	2006
Déficit % PIB: Escenario base	-4,4	-3,0	-2,3	-1,1	-0,3
Déficit % PIB: Escenario sin ajuste	-4,4	-4,3	-4,1	-4,1	-4,3
<b>Inflación</b>					
Déficit % PIB: Escenario base	6,0	5,5	5,0	5,0	5,0
Déficit % PIB: Escenario sin ajuste	6,0	7,0	8,8	9,0	9,0
<b>Devaluación</b>					
Déficit % PIB: Escenario base	20,0	7,0	7,0	6,8	6,6
Déficit % PIB: Escenario sin ajuste	20,0	19,0	19,0	19,0	19,0
<b>Crecimiento % real</b>					
Agropecuaria	2,3	3,2	3,0	2,9	3,0
Minería	-2,6	-1,1	-1,2	-1,0	-0,6
Industria	2,0	3,0	3,1	5,8	4,2
Construcción	4,0	7,6	5,2	3,7	2,8
Comercio	1,2	2,5	3,6	1,7	2,6
Resto de servicios	1,8	2,1	2,1	2,1	2,9
<b>PIB Total Escenario base</b>	<b>1,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>
<b>Crecimiento % real</b>					
Consumo	1,3	2,2	1,7	2,1	2,2
Consumo privado	1,4	3,3	2,3	2,4	2,4
Consumo público	1,0	-1,0	0,0	1,0	1,5
Inversión	3,5	4,9	6,5	5,1	6,9
FBKF privado	7,4	10,1	12,5	11,4	14,2
BKF público	0,0	2,1	2,3	2,2	2,5
Exportaciones	2,5	2,1	3,4	2,9	4,2
Importaciones	2,2	3,4	3,7	3,6	4,8
<b>PIB Total Escenario base</b>	<b>1,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>
<b>Crecimiento % real</b>					
Agropecuaria	2,3	1,9	1,7	1,6	1,8
Minería	-2,6	-1,9	-2,2	-2,1	-1,5
Industria	2,0	1,8	1,7	3,1	1,3
Construcción	4,0	5,8	3,1	1,2	0,5
Comercio	1,2	1,0	2,3	0,5	1,5
Resto de servicios	1,8	1,2	1,1	1,1	2,0
<b>PIB Total Escenario sin ajuste</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>
<b>Crecimiento % real</b>					
Consumo	1,3	1,8	1,1	0,4	1,3
Consumo privado	1,4	2,2	1,2	0,2	1,2
Consumo público	1,0	0,5	0,7	1,1	1,6
Inversión	3,5	2,0	3,8	5,8	3,9
FBKF privado	7,4	5,3	6,4	7,4	10,8
FBKF público	0,0	1,7	3,0	1,7	2,2
Exportaciones	2,5	0,8	2,5	2,1	3,4
Importaciones	2,2	2,9	2,9	3,0	3,8
<b>PIB Total Escenario sin ajuste</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>

Fuente: Proyecciones de Fedesarrollo.

interés de la economía, con lo que se afectaría de manera drástica y negativa el ciclo de negocios en Colombia.

La simple amenaza de incumplimientos futuros en el pago de la deuda que generaría la falta de ajuste, dificultaría la consecución de nuevos fondos en el exterior, con lo cual la devaluación, por efecto de expectativas de los agentes del mercado y en particular de los intermediarios financieros, subiría de una manera notable. Fedesarrollo estima que podría alcanzar 19%. Con esto, la inflación local también aumentaría por la vía del encarecimiento de las importaciones. En una espiral viciosa, la devaluación se incrementaría tanto en términos nominales como reales, al paso de la inflación. Con lo anterior, se reduciría la tasa de crecimiento del PIB, y por ello la carga de la deuda también aumentaría.

Desde el lado del gasto, los desajustes fiscales afectan con mayor rigor el consumo privado. Con los cálculos del modelo de equilibrio general, en promedio en el período de análisis hasta 2006, su tasa de crecimiento se recorta en 56% frente al escenario base. Por su parte, la de los gastos de inversión privada cae 39% y la de las exportaciones en 34% frente a la tasa de crecimiento del caso inicial.

#### **D. Sostenibilidad de la deuda**

El problema del ajuste tiene además implicaciones sobre la sostenibilidad de la deuda pública, que si bien pueden ser menos notorios en plazos muy cortos, pueden tener efectos devastadores sobre la economía nacional. Por ello, no sobra advertir que se debe mantener una vigilancia constante sobre el déficit y el servicio de la deuda que éste genera.

La deuda bruta del sector público consolidado pasó de un nivel de 16,6% del PIB en 1994 a 64,5% en 2001. De acuerdo con ejercicios realizados para el

largo plazo bajo cuatro escenarios que se diferencian en el nivel de gasto militar y social<sup>2</sup>, y donde se consideran las necesidades de gasto hacia el futuro y se asume un crecimiento realista de la economía, esta dinámica de la deuda resulta insostenible en el mediano plazo.

Esas proyecciones muestran una situación de balances primarios altamente deficitarios para el sector público consolidado en el mediano y largo plazo, los cuales conducen a trayectorias explosivas de la deuda pública neta.

En estas condiciones, el interrogante que surge es cuál es el nivel de superávit primario adicional al proyectado que se requiere para estabilizar la deuda en un nivel considerado financiable.

Los resultados de este ejercicio indican que, en un horizonte de largo plazo, incluso si se logra sostener la efectividad de la reforma tributaria del 2000, se realiza la reforma pensional, se materializan las expectativas optimistas que hoy se tienen sobre la producción petrolera y se hace un ajuste de gasto público de 1% del PIB, aún se requiere, a partir del 2003, un ajuste adicional de 1,8% del PIB para estabilizar la deuda en un nivel de cercano a 45% del PIB hacia el 2030. Si a esta situación se incorpora además la realización de un mayor nivel del gasto militar, el requisito de ajuste total es de 3% del PIB. Las necesidades de ajuste son mayores y ascienden a 4,2% del PIB, si adicional a lo anterior se busca mantener las coberturas de infraestructura, vivienda, servicios públicos y sociales. No obstante, el ajuste requerido podría reducirse hasta 3,5% del PIB si se cambian las reglas actuales de asignación de recursos de tal forma que mejoren la eficiencia del gasto en el futuro.

---

<sup>2</sup> Misión del Ingreso Público, Fedesarrollo, Informe Preliminar, agosto de 2002.

Vale anotar que estos requerimientos de ajuste son aproximados y podrían ser mayores si no se logra alcanzar el ajuste fiscal implícito de 1% del PIB en todos los escenarios, si no se adopta una reforma pensional con un amplio alcance, si el crecimiento de la economía se mantiene bajo y si la producción petrolera es inferior a los pronósticos oficiales. Adicionalmente, el tener en cuenta pasivos contingentes originados en empresas públicas como el ISS y Telecom, en sectores como el eléctrico y el de vías, en la deuda de las entidades territoriales y en el salvamento a las entidades financieras, podría elevar aún más y en forma sustancial el ajuste requerido para estabilizar la deuda.

En cualquier caso y con las mencionadas salvedades, el gobierno requiere un mayor ajuste fiscal por un monto que oscila entre 3,5% - 4,0% del PIB, cuya composición tendrá que combinar mayores impuestos y un recorte de gastos. Parte del ajuste tiene que ser inmediato.

Si por razones políticas el gobierno en 2003 puede hacer un ajuste fiscal de 1% del PIB, en lugar del anunciado de 1,7% del PIB y el programa no consigue generar un superávit primario en los años que siguen, aumentarían los riesgos de un *rollover* de la deuda y de liquidez y se elevaría el costo de la financiación o el *spread* para la deuda en el mercado secundario.

Un ejercicio reciente de Fedesarrollo muestra que en este escenario, los intereses pagados por deuda serían 6,2% del PIB en 2005, comparados con 5% en el mismo año, si hubiera ajuste. El stock de deuda se incrementaría de 49% en 2002 a 66% en 2005. Es claro que cambios en apariencia pequeños en la magnitud del esfuerzo fiscal inmediato, se magnifican y generan situaciones de deuda insostenible en plazos muy cortos.

Para estabilizar la deuda al nivel de 65% del PIB, suponiendo por ejemplo, un crecimiento sostenido de la economía de 3% anual y una tasa de interés cercana al 9%, requeriría un superávit primario del orden de 3,9% del PIB. La velocidad de crecimiento del país podría ser menor y la tasa de interés mayor, si la razón de deuda de 65% desplaza la inversión y lleva a generar preocupaciones sobre la sostenibilidad de la deuda en el largo plazo.

Si se supone un déficit primario permanente de 1%, la investigación de Fedesarrollo muestra que el gobierno entraría aceleradamente en una situación de insolvencia. Algo similar ocurriría si se piensa estabilizar la deuda en niveles más elevados de deuda/PIB que los actuales -75% por ejemplo-. Los mercados de capitales en la práctica nunca dejarían que se llegue a esa situación. Se cerrarían para el país y forzarían así una crisis de la deuda en niveles muy inferiores, en el momento en que la deuda es insostenible.

## II. LOS DETERMINANTES DE LA TASA DE CAMBIO NOMINAL EN LA COYUNTURA

En esta sección se describe la evolución reciente de la tasa de cambio y se analiza la incidencia que sobre ella pudieron tener los flujos de capital, la evolución del mercado "negro" de divisas, el diferencial de las tasas de interés interna y externa, y finalmente las operaciones de los agentes privados en el mercado. Se explican los movimientos de corto plazo de la de la tasa de cambio nominal que han tenido efectos visibles sobre la real, tomando 2001 y 2002 como período de análisis.

Se parte de la premisa de que los períodos de apreciación de la tasa de cambio nominal se caracterizan por un exceso de oferta de divisas en el mercado cambiario en relación con la demanda, y los de



depreciación están asociados a un exceso de demanda. En este sentido, el comportamiento de corto plazo de los flujos de capital registrados a través de la balanza de pagos y los diferentes componentes de esta última, son los principales factores que permitirían explicar los cambios que pueden producirse en el mercado cambiario.

La entrada y salida de divisas del o hacia el país, se explica por razones puramente comerciales (exportaciones e importaciones), por las necesidades de financiamiento del Gobierno que determinan el endeudamiento público externo, por el endeudamiento privado, por las inversiones en el exterior de agentes públicos y privados, y por la inversión extranjera directa. Pero además, las decisiones de los agentes de sacar o ingresar divisas, o de realizar inversiones dentro o fuera del país, están motivadas por la rentabilidad interna en relación con la externa. En este sentido, el diferencial de las tasas de interés en el período considerado habría podido jugar un papel importante en el comportamiento del mercado cambiario.

Vale la pena mencionar, sin embargo, que el análisis basado en la balanza de pagos puede ser insuficiente para explicar la oferta y demanda de divisas, pues algunas de las transacciones en moneda extranjera no son registradas legalmente y no quedan consignadas en las cuentas oficiales. La magnitud de estos movimientos ilegales de divisas es un factor difícil de cuantificar, a pesar de los esfuerzos del gobierno por determinar la magnitud de estas transacciones.

En forma paralela a la entrada y salida de capitales registradas a través de las cuentas externas, los agentes domésticos pueden jugar un papel crucial en multiplicar las transacciones en dólares generando excesos de demanda y/o de oferta en determinados

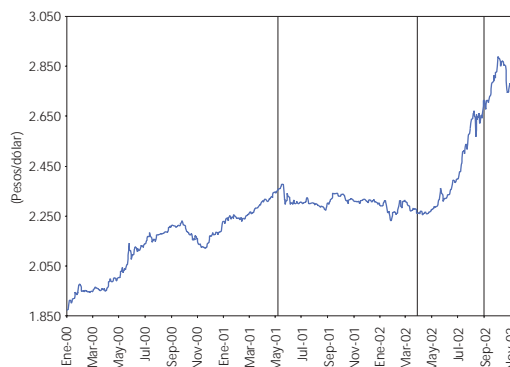
períodos. Atendiendo a expectativas sobre movimientos de corto plazo de la tasa de cambio, las acciones en el mercado de grandes actores que mueven sumas importantes de divisas pueden causar variaciones significativas de la tasa de cambio. En efecto, como se muestra en la sección B.3., se han observado recientemente operaciones importantes con la posición propia realizadas por entidades financieras y por inversionistas institucionales como Fondos de Pensiones, con una incidencia notable en el mercado cambiario.

A continuación, se evalúa la importancia que han tenido los diferentes factores mencionados en los movimientos recientes de la tasa de cambio y que han contribuido a aumentar la volatilidad de esta variable.

## A. Evolución reciente de la tasa de Cambio

El Gráfico 1 muestra el comportamiento de la tasa de cambio para el período enero de 2000-noviembre de 2002. Durante este lapso, es posible identificar cuatro subperíodos: un aumento de la tasa de cambio nominal hasta mayo de 2001, una desacele-

**Gráfico 1. TASA DE CAMBIO REPRESENTATIVA DEL MERCADO**



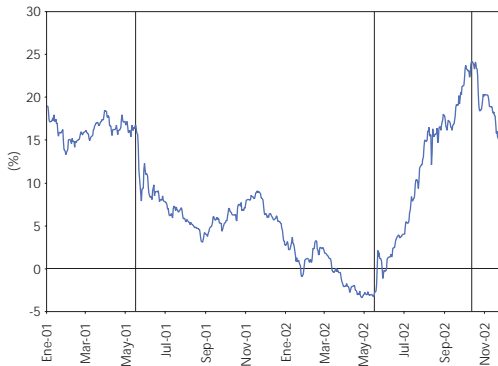
Fuente: Banco de la República.

ración de la tendencia hasta abril de 2002, un fuerte incremento posterior hasta el mes de octubre y finalmente un nuevo descenso.

En términos de la variación anual de la tasa de cambio nominal (Gráfico 2), se observa igualmente que desde mayo de 2001 el ritmo de devaluación se desaceleró gradualmente frente a la tendencia de los primeros cuatro meses, hasta alcanzar valores negativos en los meses de marzo, abril y mayo de 2002 cuando se alcanzó una revaluación nominal de -3%. Desde mediados de mayo el ritmo de devaluación aumentó nuevamente hasta recuperar tasas anuales del orden de 23%, pero a finales de octubre este proceso se revirtió y se retornó a niveles de devaluación cercanos a 15%, similares al promedio observado durante el primer semestre de 2001.

Los movimientos recientes de la tasa de cambio nominal se han traducido en variaciones en magnitudes importantes de la tasa de cambio real. En efecto, el índice de tasa de cambio real (medido como el precio de los bienes no tradicionales sobre IPP) muestra una revaluación a lo largo de todo el año 2001, con mayor fuerza desde el mes de mayo, y una fuerte devaluación desde junio de 2002 que se mantuvo hasta noviembre (Gráfico 3 y 4).

**Gráfico 2. DEVALUACIÓN NOMINAL**



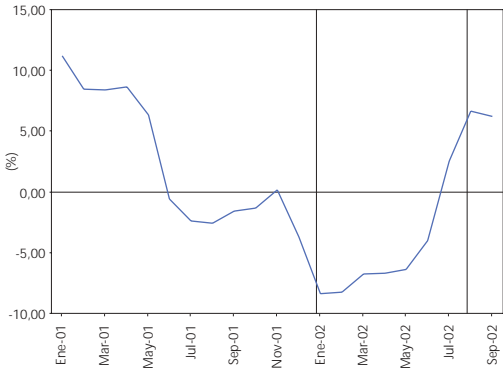
Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 3. TASA DE CAMBIO REAL (IPP)**



Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 4. DEVALUACIÓN DE LA TASA DE CAMBIO REAL**



Fuente: Banco de la República.

## B. Determinantes de corto plazo de los movimientos de la tasa de cambio nominal

### 1. Balanza de pagos

Los resultados de la balanza de pagos hasta junio de 2002 muestran que los flujos de capital externos netos<sup>1</sup> en el segundo trimestre de 2001 y el primero

<sup>1</sup> Los flujos totales resultan de la agregación de aquellos de la cuenta corriente y de la cuenta de capitales y financiera.

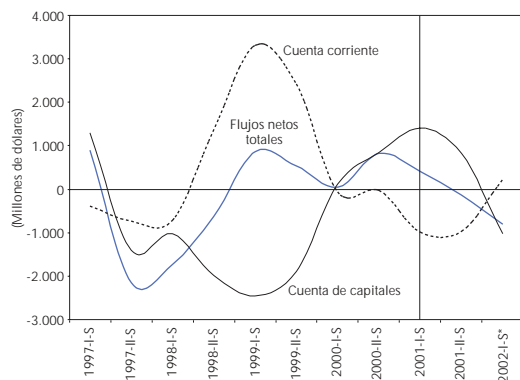
de 2002 tuvieron una tendencia decreciente frente a los mismos períodos del año anterior, al punto de registrar incluso una contracción en el primer semestre de 2002 en comparación con el mismo período de 2001. Esto se explica por una caída de la cuenta de capitales y financiera, y por un déficit de la cuenta corriente que, aunque se redujo en los primeros seis meses del año, no alcanzó a compensar la tendencia de la cuenta de capitales (Gráfico 5).

Lo anterior sugiere que la reducción de los flujos externos agregados habría generado fuerzas devaluacionistas en el segundo semestre de 2001 y primero de 2002, un período que, por el contrario, estuvo caracterizado por una desaceleración de la devaluación de la tasa de cambio e incluso una revaluación en el primer trimestre de 2002.

#### a. Cuenta de capitales

Se observa que el balance del sector público (pasivos menos activos) fue aquel que contribuyó en mayor medida a la reducción de la cuenta de capitales en el período considerado. Por el contrario, el balance del sector privado fue creciente en el mis-

**Gráfico 5. BALANZA DE PAGOS**  
(Variación semestral anual)



Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

mo período, aunque con una tendencia a reducirse en el primer semestre de 2002. La inversión extranjera, otro componente de la cuenta de capitales, presentó incluso una trayectoria decreciente (Gráfico 6).

En efecto, después de haber aumentado en forma importante hasta el primer semestre de 2001, los pasivos del Gobierno se contrajeron en forma pronunciada en especial en el primer semestre de 2002. Aunque el sector público también dejó de sacar divisas (los activos o inversiones en el exterior se redujeron notablemente), el balance neto fue decreciente desde junio de 2001 hasta junio de 2002, si se compara con iguales períodos de los años anteriores (Gráfico 7).

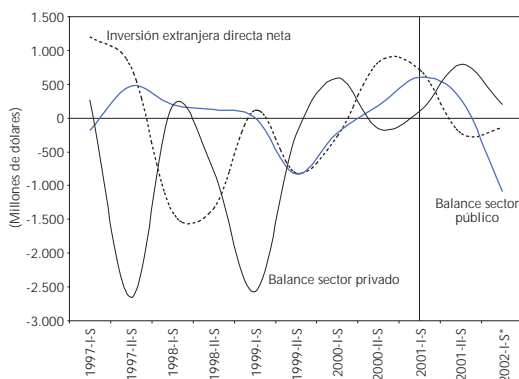
En particular, esta tendencia se explica por una reducción importante de la entrada de recursos públicos de cartera, principalmente bonos del Gobierno Colombiano en el exterior<sup>2</sup>. Los flujos externos provenientes de préstamos externos también decrecieron, aunque las magnitudes de estos flujos en los últimos años son pequeñas dentro del total de pasivos del sector público. Paralelamente, las inversiones del Gobierno en el exterior también se redujeron en forma importante<sup>3</sup>. En neto, en el segundo semestre de 2001 la entrada de flujos externos públicos apenas aumentó<sup>4</sup> y en el semestre siguiente su reducción fue significativa.

<sup>2</sup> Estos sólo aumentaron \$408 millones durante el segundo semestre de 2001 y decrecieron US\$3,393 millones en el primer semestre de 2002, comparados con iguales períodos de un año atrás.

<sup>3</sup> Las inversiones de cartera cayeron cerca de US\$2,213 millones en el primer semestre de 2002 frente a igual período del año anterior.

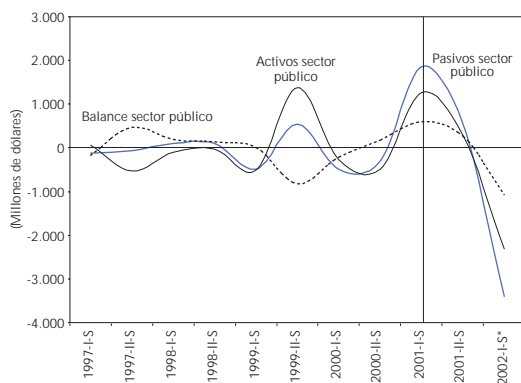
<sup>4</sup> El aumento fue de sólo US\$270 millones en el segundo semestre de 2001 y la caída fue de US\$1,086 millones en el semestre siguiente, ambos comparados con iguales semestres del año anterior.

**Gráfico 6. CUENTA DE CAPITALES**  
(Variación semestral anual)



Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

**Gráfico 7. BALANCE DEL SECTOR PÚBLICO**  
(Variación semestral anual)



Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

El endeudamiento externo (pasivos) del sector privado también registró una tendencia decreciente, pero la caída de las inversiones en el exterior fue aún más pronunciada. Esto resultó en un balance neto de capitales positivo y superior al de un año atrás, en especial durante el segundo semestre de 2002. Los pasivos del sector privado se redujeron en el primer trimestre de 2002<sup>5</sup>, en especial debido a las menores inversiones de portafolio en el país.

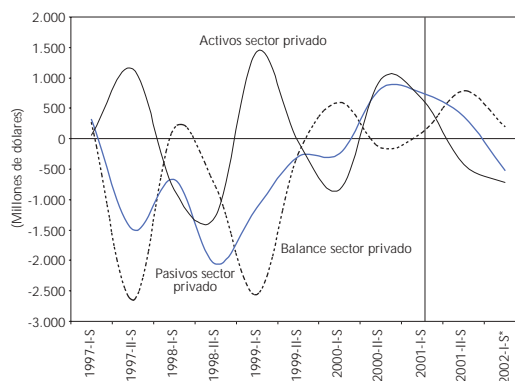
De la misma forma, el crédito comercial que se comportó en forma dinámica en la primera parte de 2001, también presentó reducciones importantes. Por su parte, los préstamos directos al sector privado han seguido aumentando, pero a un ritmo muy inferior al de 2000 y 2001.

En forma simultánea, también fue menor la salida de capitales privados originada en inversiones de portafolio en el exterior en el período reciente, un comportamiento opuesto al registrado a lo largo de 2001 donde la salida de capitales por este concepto fue importante (Gráfico 8).

#### b. Cuenta corriente

La recuperación de la cuenta corriente desde el segundo semestre de 2001 se originó en una notoria mejoría de la balanza comercial de bienes y servicios, en especial en el primer semestre de 2002, debido principalmente a una fuerte caída de las importaciones que se inició a mediados de 2001 y

**Gráfico 8. BALANCE DEL SECTOR PRIVADO**  
(Variación semestral anual)



Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

<sup>5</sup> La reducción fue de US\$520 millones.

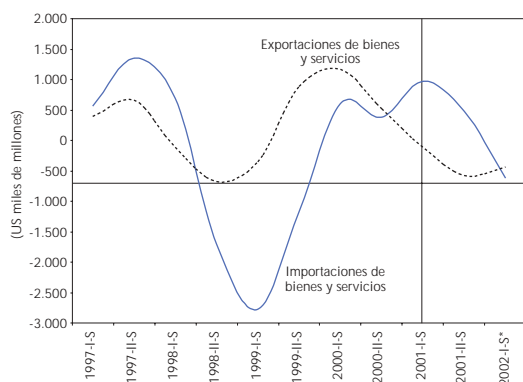
a una ligera recuperación de las exportaciones (Gráfico 9).

El aumento de la renta de factores también contribuyó positivamente a la mejoría de la cuenta corriente, mientras que las transferencias se mantuvieron constantes y decrecieron en el primer semestre de 2002 frente a igual período del año anterior.

Vale mencionar que esta caída se debió a la reducción de las transferencias del Gobierno, más no a las remesas de trabajadores cuyos ingresos al país han aumentado desde 1999 (Gráfico 10).

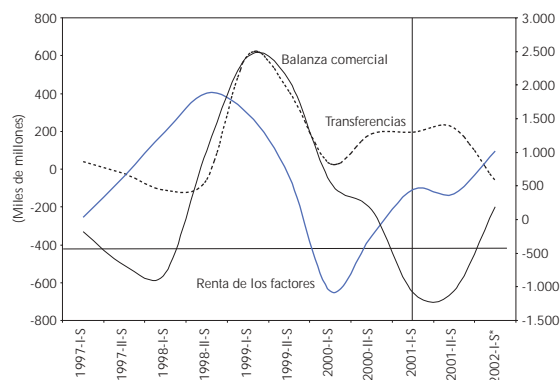
En síntesis, se observa que el período comprendido entre el mayo de 2001 y mayo de 2002 que se caracterizó por una caída fuerte de la tasa de cambio, estuvo acompañado de una reducción de los flujos de divisas hacia el país, contrario a las tendencias esperadas en el largo plazo que explican los movimientos de la tasa de cambio nominal. Si bien hubo algunas tendencias revaluacionistas como la reducción de las importaciones (que pudo reducir la demanda de divisas), en alguna medida el ingreso de capitales privados pero sobretudo la menor sa-

**Gráfico 9. BALANZA COMERCIAL**  
(Variación semestral anual)



Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

**Gráfico 10. COMPOSICIÓN DE LA CUENTA CORRIENTE**  
(Variación semestral anual)



Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

lida de los capitales privados y públicos, fueron compensados por menores entradas de recursos externos, principalmente del sector público. En este orden de ideas, los movimientos de divisas registrados a través de la balanza de pagos no permiten explicar las variaciones recientes de la tasa de cambio en el período reciente analizado.

En cualquier caso, la menor salida de recursos y el mayor ingreso de ellos que se registró hasta mediados de 2002 estuvieron en parte asociados al comportamiento del diferencial entre la tasa de interés doméstica y la internacional<sup>6</sup>, cuyo incremento significa una rentabilidad interna mayor en términos relativos frente a la externa. Se observa en el gráfico 11 un aumento del diferencial desde mediados de 2001 hasta mediados de 2002 y posteriormente un

<sup>6</sup> La información sobre el diferencial de la tasa de interés se tomó de los informes semanales del mercado cambiario que hace el Banco de la República. Las tasas de interés externas suponen una tasa cambio que las convierten en pesos, la cual es equivalente a la tasa de devaluación esperada por el Banco de la República para los siguientes tres meses al plazo de la tasa (90 días).

descenso. Este comportamiento es consistente con la entrada de capitales privados que se registró durante dos semestres consecutivos y también generó un desincentivo a realizar inversiones en el exterior (Gráfico 11).

Para comprobar la existencia de la relación entre la devaluación nominal observada y el diferencial en las tasas de interés se realizó un ejercicio (aún preliminar) donde se corrieron regresiones en mínimos cuadrados ordinarios con las cifras en logaritmos para que los coeficientes sean equivalentes a la elasticidad de cada uno de los índices con respecto a la devaluación nominal.

El Cuadro 1 presenta los resultados para las elasticidades de las diferentes tasas de interés con respecto a la devaluación nominal. Los signos de los coeficientes son, como se esperaba, negativos y significativos, lo que confirma que el diferencial de tasas de interés tiene relevancia en la explicación de la variación anual de la tasa de cambio nominal (para el período 1980-2001) e indica que un aumento en las tasas internas con respecto a las tasas externas causa una caída en la variación anual de la tasa de

**Cuadro 1. REGRESIONES DEL DIFERENCIAL DE LAS DIFERENTES TASAS DE INTERÉS Y LA DEVALUACIÓN NOMINAL**

Variable dependiente: variación anual de la TCRM			
Observaciones: 34			
Grados de libertad: 32			
	REG 1	REG 2	REG 3
Constante	3.948 (3,64)	4.124 (3,51)	1.419 (12,01)
Logaritmo Coloc/Prime	-4.145 (-2,27)		
Logaritmo Coloc/Libor		-2.952 (-2,24)	
Logaritmo Ccapt/Prime			-1.806 (-1,39)
R <sup>2</sup>	13,95	13,64	5,72
R <sup>2</sup> ajustado	87,44	87,39	86,24

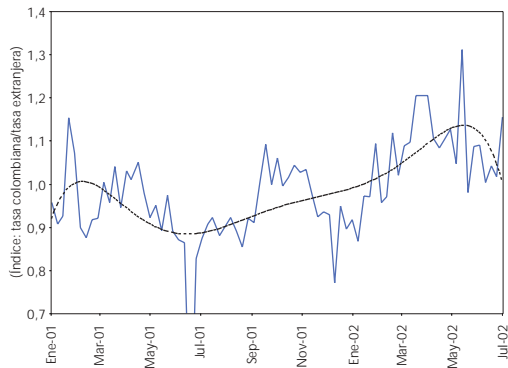
Nota: estadísticos t en paréntesis.  
Fuente: cálculos de Fedesarrollo.

cambio, un efecto que se produce por la vía de la entrada y salida de capitales.

2. El mercado negro de divisas

Otra fuente de ingreso de recursos al país que pueden causar movimientos en el mercado cambiario son los capitales ilegales que no son registrados a través de la balanza de pagos. Como se mencionó, su cuantificación es muy compleja pues la información sobre estos recursos es limitada o casi inexistente. Sin embargo, el diferencial entre la tasa oficial representativa del mercado y la tasa de cambio negra proporcionada por el Banco de la República, puede dar una primera aproximación del problema: si hay exceso de divisas en el mercado negro se esperaría que la tasa de cambio negra se ubique por debajo de la oficial. Dicho de otra forma, si la revaluación es en buena parte causada por la entra-

**Gráfico 11. DIFERENCIAL DE LA TASA DE INTERÉS INTERNA Y EXTERNA**



Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

da de recursos ilegales, el diferencial entre las dos tasas debe aumentar. El caso contrario debe observarse en presencia de una devaluación nominal.

La evolución de las tasas de cambio de los mercados oficial y negro no muestra evidencia de que el exceso de oferta de divisas esté fundamentado en la entrada de recursos ilegales. En efecto, la tasa de cambio negra está sistemáticamente por debajo de la tasa oficial, pero en valores relativamente pequeños, en promedio para el año 2001 de 160 pesos por dólar. Incluso, la diferencia promedio en lo que va corrido de 2002 es inferior, de cerca de 100 pesos por dólar.

En el Gráfico 12 se observa que el diferencial entre las dos tasas ha tenido a lo largo del último año períodos de aumento y períodos de reducción, sin que éstos tengan una relación estrecha con los movimientos de la tasa de cambio. El aumento del diferencial desde julio de 2001 hasta diciembre, fue de magnitudes inferiores a aquel que se registró de diciembre de 2000 a mayo de 2001, una época en la que la tasa de cambio se devaluó. Más aún, en lo corrido del presente año se ha presentado una caída en el diferencial, precisamente en una época

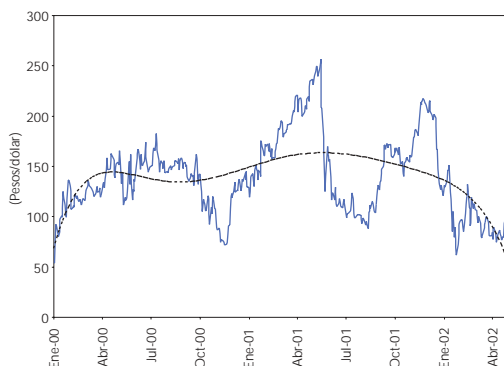
de revaluación fuerte de la tasa de cambio. Lo anterior sugiere que, con la información disponible, no es posible afirmar que la entrada de divisas ilegales al país explique la destorcida de la tasa de cambio, ni tampoco explica la fuerte devaluación de los últimos meses.

### 3. Operaciones en el mercado cambiario

Las operaciones de algunos agentes privados en el mercado cambiario han jugado un papel crucial en los movimientos de la tasa de cambio recientes. De acuerdo con el volumen de transacciones, los agentes más influyentes en el mercado son los intermediarios financieros (en especial los bancos) y los fondos de pensiones y cesantías. A través de la evolución de sus posiciones en dólares ha sido posible determinar que sus decisiones de inversión con su posición propia en dólares son en buena parte los factores que ayudan a explicar el comportamiento de la tasa de cambio nominal en el período reciente.

Aun cuando tanto las entidades financieras como los fondos de pensiones tienen una incidencia en el mercado cambiario, aparentemente los bancos tienen una mayor responsabilidad en los movimientos de corto plazo de la tasa de cambio nominal. La razón fundamental radica en que mientras las posiciones en dólares de las instituciones financieras son puramente especulativas en el corto plazo, dado que es precisamente en ese plazo donde buscan maximizar su utilidad a partir de los recursos de sus clientes, los plazos para la generación de utilidades de los fondos de pensiones son considerados más largos. Se puede pensar, incluso, que excepto en los casos en que éstos últimos cambian de estrategia de portafolio o frente a grandes cambios en las expectativas, los fondos de pensiones mantienen la participación de su portafolio en dólares relativamente constante, siguiendo las normas que regulan las inversiones de los inversionistas institucionales.

**Gráfico 12. DIFERENCIAL DE LA TASA DE CAMBIO REPRESENTATIVA DEL MERCADO Y TASA DE CAMBIO DEL "MERCADO NEGRO"**



Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.



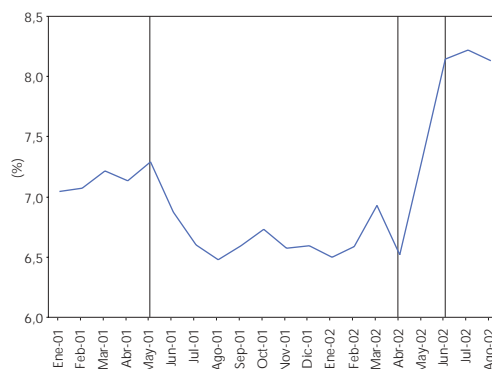
El análisis de la información disponible de los portafolios de instituciones financieras (activos) y de los fondos de pensiones, muestra que la evolución de la participación de las posiciones en dólares de los bancos y de los fondos de pensiones obligatorios ha tenido una estrecha relación con las variaciones de la tasa de cambio<sup>7</sup>.

En el Gráfico 13 se observa que la caída de la participación de los activos en dólares de las instituciones financieras coincide perfectamente con el inicio del período de desaceleración de la devaluación y de la revaluación que se inició en mayo de 2001 y se mantuvo hasta abril de 2002. En el mismo sentido, las inversiones en dólares de las entidades financieras aumentaron en forma importante en el período de la fuerte devaluación nominal y a partir de junio se estabilizaron, una tendencia similar a la de la tasa de cambio.

El caso de los fondos de pensiones es menos marcado para explicar la desaceleración de la devaluación del segundo semestre de 2001, ya que sus inversiones en dólares fueron crecientes en este período. Se observa, sin embargo, una fuerte caída de estas inversiones hasta el mes de mayo (coincidiendo con unos meses de revaluación nominal) y un aumento posterior, coincidiendo igualmente con la fuerte devaluación de los últimos meses. En las semanas más recientes se ha presentado un estancamiento de los activos en dólares sobre los totales, precisamente cuando se ha desacelerado nuevamente el ritmo de devaluación (Gráfico 14).

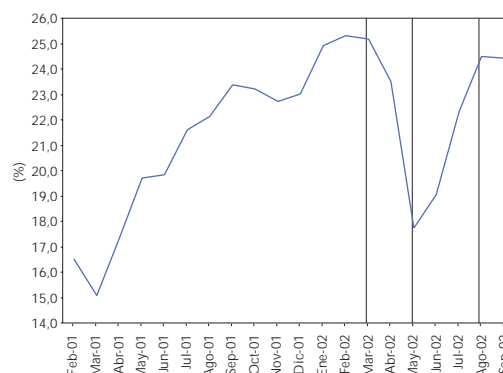
<sup>7</sup> Se analizó también el comportamiento de los portafolios de los fondos de pensiones voluntarios y de cesantías; sin embargo, no se incluyeron debido a su escasa participación en el mercado cambiario.

**Gráfico 13. INVERSIONES EN DÓLARES /TOTAL ACTIVOS SECTOR FINANCIERO**



Fuente: Asociación Bancaria y cálculos de Fedesarrollo.

**Gráfico 14. ACTIVOS EN DÓLARES/ ACTIVOS TOTALES FONDOS DE PENSIONES OBLIGATORIAS**



Fuente: Asociación Bancaria y cálculos de Fedesarrollo.

## C. Conclusiones

Los resultados anteriores sugieren que los movimientos de la tasa de cambio nominal, con un período prolongado de desaceleración de la devaluación y de revaluación posterior seguida de una devaluación fuerte y luego de un nuevo descenso de la tasa de cambio, no han estado asociados al comportamiento de la balanza de pagos del último año. Por el contrario, la tendencia de los flujos ex-



ternos ha sido decreciente y no parece explicar casi un año de caída de la tasa de cambio. No obstante, el flujo de capitales privados al país y la salida de los mismos en la forma de inversiones en el exterior sí han coincidido con la evolución del diferencial de tasas de interés a favor de la rentabilidad en el país.

Por otra parte, con la muy escasa información disponible no es posible afirmar que el mercado negro de divisas esté ejerciendo alguna presión en el mercado cambiario, ya sea hacia la baja de la tasa de cambio o hacia el alza, pues el diferencial entre la tasa de cambio oficial y aquella considerada del mercado "negro" es poco significativo.

Los fuertes movimientos del último año de la tasa de cambio nominal parecen entonces explicarse en su mayor parte por las operaciones de instituciones

financieras y fondos de pensiones en el mercado cambiario. Existe una perfecta coincidencia entre los movimientos de la tasa de cambio nominal y las variaciones en las posiciones en dólares de las entidades financieras.

Los resultados anteriores sugieren que la evolución del mercado cambiario ha respondido a factores de corto plazo y no a variables fundamentales que determinan la tasa de cambio nominal de mediano y largo plazo. En estas condiciones, podría preverse una estabilización del mercado en un ambiente de menores expectativas de los agentes privados. Sin embargo, queda el interrogante de si existen efectos nocivos sobre el sector real relacionados con fuertes movimientos de corto plazo de la tasa de cambio y de cuáles pueden ser instrumentos idóneos para controlarlos.