

# Análisis Coyuntural

---

## I. PANORAMA FISCAL DE CORTO Y MEDIANO PLAZO

### A. Acuerdo con el Fondo Monetario Internacional

En el año 2002 se hizo evidente la crítica situación de las finanzas públicas del país. El déficit del Sector Público Consolidado alcanzó una cifra de 3,6% del *PIB* (frente a una meta de 2,6%) y fue 6,5% del *PIB* para el Gobierno Nacional Central. Frente a la crítica situación y a las dificultades de acceso a los mercados externo e interno, el Gobierno se vio en serias dificultades para financiar el presupuesto del año 2003. Vale recordar que los *spreads* de la deuda soberana alcanzaron a finales del año pasado un nivel de 1100 p.b. y que en septiembre de 2002 se registró una crisis en el mercado doméstico de los títulos del gobierno *TES* al incrementarse a 14% la tasa promedio ponderada.

Con el fin de obtener recursos por parte de las entidades multilaterales, el Gobierno firmó un acuerdo *stand-by* con el Fondo Monetario Internacional (*FMI*) en enero pasado. Este estuvo condicionado a la aprobación de un paquete de reformas tendientes a ga-

rantizar la estabilización de las finanzas públicas en el mediano plazo. En efecto, en diciembre de 2002 fueron aprobadas las Reformas Tributaria, Pensional, Laboral y del Estado. Adicionalmente el Congreso falló a favor del Referendo, un mecanismo mediante el cual el gobierno buscaba generar un ahorro fiscal importante en los próximos años. El Referendo originalmente iba a ser sometido al escrutinio público a mediados del año, pero debido al trámite que surtió en la Corte Constitucional este proceso tuvo que ser pospuesto hasta octubre. En el Cuadro 1 se presenta el ahorro fiscal estimado por el Gobierno para los próximos años derivado del mencionado paquete de reformas.

Con base en estas proyecciones, el acuerdo entre el gobierno y el *FMI* estableció metas fiscales, así como otras metas macroeconómicas sobre variables como la inflación, el nivel de endeudamiento, la cuenta corriente y las reservas internacionales, todas ellas sujetas a revisiones trimestrales (Cuadro 2).

En el acuerdo con el Fondo Monetario se reconocieron algunos riesgos para 2004 y los años siguientes. Por ejemplo, un aumento no anticipado del gas-

**Cuadro 1. IMPACTO FISCAL DE LAS REFORMAS  
(% del PIB)**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Reforma Pensional	0,0	0,3	0,5	0,7	1,0	1,3	1,6	2,2
Referendo	0,7	1,3	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Reforma del Estado	0,6	0,3	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
Reforma Tributaria	0,9	1,2	1,7	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0
Total	1,7	3,8	3,6	4,0	4,3	4,8	5,2	5,6

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

**Cuadro 2. ACUERDO CON EL FMI  
(Metas macroeconómicas; % del PIB)**

	2003	2004
Crecimiento	Entre 2% y 2,5%	3,0%
Inflación	5% - 6%	-
Déficit en CC	0,8%	1,5% - 2%
Déficit SPC	2,5% (3,6% en 2002)	2,1% -
Endeudamiento interno	2,3% del PIB (3,1% en 2002)	1,7% del PIB -
Endeudamiento externo	US\$2.600 millones (US\$800 millones en bonos)	- -
Reservas internacionales	US\$10.543 millones	-

Fuente: Confis y Acuerdo Stand by con FMI.

to de seguridad, un apoyo insuficiente a iniciativas del gobierno como el Referendo y la volatilidad de los mercados externos. Contra estos eventos se identificaron medidas de contingencia que podrían ser adoptadas. Estas incluían un recorte adicional de gastos (entre otras a través de Reformas Constitucionales y de nuevas leyes), el aumento en los impues-

tos (adelantar a 2004 el incremento del IVA de 7% a 10% para los ítems adicionados a la base gravable en la reforma del 2002 que estipulaba su implementación en 2005), la eliminación de las exenciones al impuesto de renta, el uso temporal de los recursos del Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera FAEP (actualmente 1,5% del PIB) y la emisión de bonos de largo plazo en términos concesionales.

Aunque las metas trimestrales se cumplieron en el primero y el segundo trimestre de 2003, las metas indicativas para 2003 y 2004 no se cumplirán. Con esto se completan varios años en los que el ajuste no ha sido suficiente para estabilizar la deuda como porcentaje del PIB y los problemas estructurales están aún por resolver. En las siguientes secciones se analiza en detalle la situación fiscal en el corto plazo, el problema de la sostenibilidad de la deuda y se discuten algunos de los problemas estructurales de las finanzas públicas colombianas.

**B. Una lenta reducción del déficit del GNC**

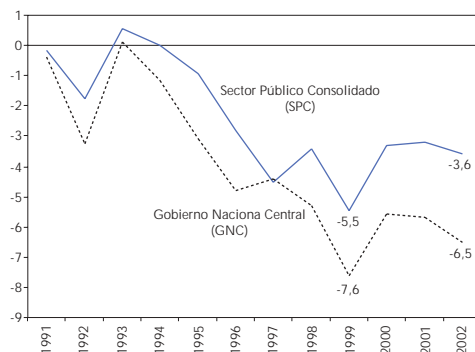
La persistente dificultad que ha sufrido la economía colombiana para reducir el déficit fiscal es evidente. Esto demuestra que el problema es de tipo estructural y que en general los esfuerzos para solu-

cionarlo se han quedado cortos. Un breve repaso de la historia fiscal del país así lo confirma.

A partir de 1993, las cuentas fiscales del Gobierno Nacional Central (*GNC*) y del Sector Público Consolidado (*SPC*) han sido deficitarias. A mediados de la década pasada se hizo notorio un grave desequilibrio fiscal que se agravó en 1999 por la recesión económica. En ese año, la economía decreció 4,2% y el déficit del *GNC* alcanzó 7,6% del *PIB* y el del *SPC* 5,5%. Esta coyuntura obligó al país a firmar un primer acuerdo con el *FMI* que comprendía metas fiscales hasta el 2002, las cuales buscaban la sostenibilidad de las finanzas públicas y la reactivación del crecimiento. Con excepción del año 2000, el país ha experimentado dificultades para cumplir con estos compromisos. En efecto, la meta inicial de déficit para 2001 de 2,4% del *PIB* para el *SPC*, tuvo que ser modificada por 3,3% debido fundamentalmente al impacto negativo que generó el menor crecimiento económico sobre los ingresos tributarios. Para el año 2002 la meta fue modificada dos veces (pasó de 1,3% a 2,6% y posteriormente a 4,1%) y finalmente el déficit observado el año pasado fue inferior en 0,5 puntos porcentuales a la última meta. En el Gráfico 1 se presenta la evolución de las finanzas públicas en Colombia.

Con los resultados finales de 2002, para alcanzar la meta inicial de déficit del *SPC* para este año (2003) calculada en 2,5% del *PIB* era necesario un ajuste de 1,1% del producto (y no de 1,6% como se pensaba originalmente). En su momento Fedesarrollo argumentó que cumplir con ese compromiso no requeriría esfuerzos desmedidos, dado que la reforma tributaria aportaría 0,9% del *PIB* y la medida de congelación de salarios y otros gastos otro 0,3% del *PIB*. Sin embargo, la meta de 2,5% del producto para 2003 no se cumplirá debido a una adición presupuestal ya aprobada por el Congreso que elevará el déficit del *SPC* a 2,8% del *PIB*. A juicio de Fedesa-

**Gráfico 1. EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS (Balance fiscal como % del PIB)**

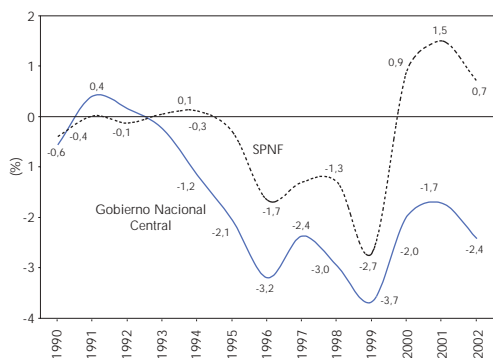


Fuente: Confis.

rollo esta última cifra no parece alcanzable una vez incorporados los resultados del Referendo que dificultan aún más el panorama. De esta forma, los esfuerzos por sanear las finanzas del Estado comienzan a desvanecerse y son insuficientes para estabilizar la deuda pública.

Las condiciones financieras de la deuda colombiana, el crecimiento económico y el alto nivel de la deuda pública del Sector Público no Financiero (*SPNF*) implican que para estabilizar la deuda pública el Estado requiere generar superávits primarios considerables. De no hacerlo incurre en juegos Ponzi en los que se tiene que endeudar para financiar el pago de intereses. Esta situación es insostenible y los acreedores lo saben. En el Gráfico 2 se observa que el Gobierno Central colombiano ha presentado déficits primarios desde 1993 (con un punto máximo en 1999). Por su parte, el Sector Público No Financiero presentó déficit primario hasta 1999 y posteriormente se ha recuperado significativamente gracias al buen desempeño del sector descentralizado. Desafortunadamente, los balances primarios alcanzados no han sido suficientes para estabilizar la deuda pública y ésta ha aumentado persistentemente durante toda la década, incluso en los años recientes.

## Gráfico 2. BALANCE PRIMARIO (% del PIB)



Fuente: Confis, cálculos de Fedesarrollo.

### C. 2003

Las metas fiscales para 2003 quedaron consignadas en el Plan Financiero. Se estableció que el déficit para el *SPC* sería de 2,5% del *PIB* (1,1% inferior al registrado en 2002), compuesto principalmente por un superávit de 2,2% del *PIB* en el Sector descentralizado -similar al de 2002- y de un déficit del Gobierno Nacional Central de 4,7% del *PIB* -inferior en 1,6% del *PIB* frente a 2002-.

De acuerdo con el Plan Financiero de diciembre de 2002, la reducción del déficit para 2003 incluía un aumento en los ingresos totales y una reducción en los gastos. Se esperaba que los primeros ascendieran a 15% del *PIB*, como resultado de la reforma tributaria, y que los segundos disminuyeran un 5,7% para alcanzar 20,6% del *PIB* frente al 21,1% observado en 2002. El ajuste se realizaría principalmente por la vía de mayores ingresos más que por un recorte del gasto, una situación característica de los últimos años y que tiene una incidencia negativa desde el punto de vista del crecimiento.

Las metas fiscales se cumplieron hasta el primer semestre del año. En efecto, después de haber cum-

plido con creces la meta de déficit en el primer trimestre del año, los resultados para el primer semestre resultaron aún más positivos. Como lo muestra el Cuadro 3, el déficit del *SPC* fue de 0,9% del *PIB*, frente a una meta de 1,5% para dicho período. El superávit del Sector Público descentralizado de 1,9% del producto y las utilidades del Banco de la República y Fogafin, por 0,5% del *PIB*, compensaron el déficit acumulado de 2,9% del Gobierno Nacional Central.

Con estos resultados, era previsible que al final del año se cumpliera la meta del déficit de 2,5% del *PIB*. Teniendo en cuenta que en 2002 el déficit resultó 0,5% del *PIB* inferior a lo que se consideró inicialmente<sup>1</sup>, este logro era aún más probable. Adicionalmente, a lo largo del año se habían presentado contingencias positivas que favorecían los ingresos públicos: primero, un crecimiento de la economía mayor al programado en el Plan Financiero (entre

### Cuadro 3. CUMPLIMIENTO DE LAS METAS EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2003

Balance	% del PIB
<i>SPNF</i>	-0,9
<i>GNC</i>	-2,9
Sector descentralizado	1,9
Banco de la República	0,4
Fogafin	0,1
Reestructuración financiera	-0,2
Discrepancia estadística	-0,2
Total	-0,9
Meta <i>FMI</i>	-1,5
Diferencia	0,6

Fuente: Confis.

<sup>1</sup> El déficit del Sector Público Consolidado se estimó en 4,1% del *PIB* y resultó ser 3,6%.

2,5% y 3% frente al estimado de 2,0%); segundo, un precio del petróleo superior a la proyección (30 frente a 23,7); y tercero, el recaudo del impuesto al patrimonio resultó \$200 mil millones por encima de lo esperado.

A pesar de lo anterior, algunos factores deterioraron la situación fiscal para 2003. En primer lugar, hubo una sobreestimación de la gestión de la *DIAN* y no se logró la meta de recaudo incluida en el Presupuesto. En segundo lugar, el gobierno efectuó una adición presupuestal por un monto equivalente a \$4,0 billones (1,81% del *PIB*) de los cuales 0,6% tienen impacto fiscal (es decir que aumentan el déficit) y el restante 1,2% no tiene este efecto. El principal incremento del gasto (con impacto fiscal) se presentó en funcionamiento con 0,25% del *PIB* (donde 0,17% correspondió a transferencias y 0,07 a gastos generales), en los gastos en inversión (0,16%) y en el servicio de la deuda (0,15%). En el Cuadro 4 se presentan los principales componentes de la adición.

Adicionalmente, por el lado de los ingresos el panorama no ha sido alentador, la *DIAN* reportó un menor recaudo de \$550 mil millones hasta septiembre pasado, debido a un menor ingreso por concepto de *IVA* y por la sobretasa del impuesto a la renta. Como consecuencia de la adición y de los menores ingresos frente a lo programado, el déficit para el *SPC* aumentó de 2,5% del *PIB* a 2,8% del *PIB*. En el Cuadro 5 se puede ver que el incremento se explica por un incremento del déficit del *GNC* de 4,7% a 5,5% del *PIB* acompañado de un aumento en el superávit del sector descentralizado de 2,2% a 2,4%. Incluso asumiendo que se cumple con un déficit de 2,8% del *PIB* para el *SPC*, cálculos de Fedesarrollo sugieren que no se alcanzaría un balance primario suficiente para estabilizar la deuda (ver sección I.E.). Probablemente el balance primario para el *SPNF* se acercaría al 2,5 % del *PIB*.

Además, si se consideran las cifras presentadas por la Contraloría General de la República, en el sentido en que la caída en el recaudo ascendería a \$1,1

**Cuadro 4. ADICIÓN PRESUPUESTAL 2003  
(% DEL PIB)**

Concepto	Con impacto fiscal	Sin impacto fiscal	Total
<b>Recursos de la Nación</b>	<b>0,55</b>	<b>1,10</b>	<b>1,65</b>
Funcionamiento	0,25	0,27	0,52
Gastos de personal	0,01	0,00	0,01
Gastos generales	0,07	0,03	0,10
Transferencias	0,17	0,24	0,41
Inversión	0,16	0,18	0,34
Deuda	0,15	0,65	0,79
<b>Recursos propios</b>	<b>0,04</b>	<b>0,12</b>	<b>0,16</b>
Funcionamiento	0,03	0,06	0,10
Deuda	0,00	-	0,00
Inversión	0,01	0,05	0,06
<b>Total adición</b>	<b>0,59</b>	<b>1,22</b>	<b>1,81</b>

Fuente: Confis.

## Cuadro 5. BALANCE FISCAL 2003

Balance	% del PIB
SPNF	-3,0
GNC	-5,5
Sector descentralizado	2,4
Banco de la República	0,5
Fogafin	0,2
Reestructuración financiera	-0,5
Total	-2,8
Meta FMI	-2,5
Diferencia	-0,3

Fuente: Confis.

billones, el déficit del Sector Público Consolidado se acercaría a 3,1%, haciendo más difícil el cumplimiento del déficit de 2,8% del PIB.

El golpe fiscal más duro fue el resultado del Referendo. El pasado 25 de octubre fue sometido a la opinión del pueblo como Constituyente primario un Referendo que además de atacar el problema fiscal, pretendía reformar las costumbres políticas y acabar con la corrupción y la politiquería. La participación del pueblo colombiano, aunque alta, no fue suficiente para alcanzar el umbral establecido por la Constitución para hacerlo válido.

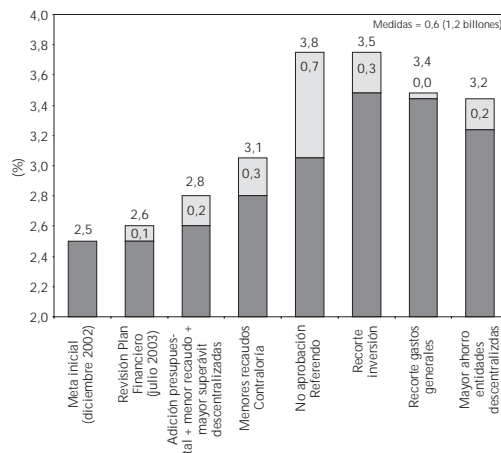
El ahorro generado por el Referendo para el 2003 era equivalente al 0,7% del PIB y se lograba gracias al congelamiento de los gastos de funcionamiento del Estado incluyendo los salarios y pensiones superiores a dos salarios mínimos. Al no ser aprobado este punto, el Gobierno vio la necesidad de diseñar medidas que se pudieran implementar de manera rápida con el fin de mantener la nueva meta de déficit de 2,8% del PIB para 2003. Estas medidas incluyen recorte en los gastos generales por 0,04% del PIB, reducción en la inversión por 0,27% del PIB y recortes al presupuesto de las entidades descentralizadas por 0,2% del PIB.

Con todo, resulta difícil terminar el año 2003 con un déficit de 2,8% del PIB. Las medidas del Gobierno para este año atacan el lado de los gastos de manera importante, aunque parecen quedarse cortas en cerca de 0,1% del PIB. El comportamiento de los ingresos será determinante a la hora de evaluar el cumplimiento de la meta al final del año. Estimaciones preliminares de Fedesarrollo sugieren que el déficit bordearía el 3% del PIB. En el Gráfico 3 se presenta la evolución del déficit a lo largo del año de acuerdo con los diferentes acontecimientos que se fueron presentando.

## D. 2004

En el Plan Financiero 2004, elaborado por el Confis en julio de 2003 se incluyeron los ahorros estimados por el Referendo. Así, de acuerdo con el Confis<sup>2</sup>, el déficit para 2004 del SPC sería de 2,5% del PIB (\$6,2 billones), una cifra superior al 2,1% programa-

Gráfico 3. MOVIMIENTOS EN EL DÉFICIT DEL SPC 2003



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público y cálculos de Fedesarrollo.

<sup>2</sup> Plan Financiero, julio de 2003.

do originalmente para ese año. Este balance consolidado se origina en un déficit para el *SPNF* de 2,7% del *PIB*, el cual a su vez implica un déficit del *GNC* de 5,7% y un superávit del sector descentralizado de 3% del *PIB* (Cuadro 6).

Antes de conocer la suerte del Referendo se habían identificado factores que podían afectar las finanzas públicas a partir del próximo año. Por una parte, el gobierno ha mencionado la necesidad de aumentar el gasto militar en cerca de \$2 billones por año en forma permanente. También ha estimado que se requiere incrementar el presupuesto de gasto en pensiones en aproximadamente \$500 mil millones en 2004 y \$1 billón en adelante, debido a las insuficientes cotizaciones y al mayor número de pensionados que generarán el agotamiento de las reservas del ISS. A lo anterior se suma la no aprobación por parte de la Corte Constitucional del cobro del *IVA* de 2% sobre la canasta básica a partir de 2005, un mecanismo que permitía aumentar el recaudo en cerca de \$800 mil millones por año.

Para financiar los gastos adicionales el gobierno había anunciado medidas que incluían el establecimiento de un impuesto a las pensiones y la Ley An-

tievación, cada uno de los cuales generaría recursos por cerca de 0,5% del *PIB* y presentar nuevamente el proyecto del cobro del *IVA* con algunas modificaciones. De ser aprobada, esta medida permitiría conseguir cerca de \$1 billón de pesos adicionales.

La no aprobación de la parte fiscal del Referendo complicó el escenario pues se perdió un ahorro que para 2004 ascendía a 1,27% del *PIB*. Los \$3,1 billones que se esperaban ahorrar se reemplazarán en su mayoría por la vía de mayores impuestos, aunque se implementarán algunas medidas por el lado de los gastos.

Por el lado de impuestos, se ha propuesto un aumento generalizado del *IVA* a una tarifa de 17%, excluyendo servicios como educación y salud y algunos bienes del núcleo de la canasta básica, que aportaría recursos por cerca de \$1.2 billones; un incremento de la sobretasa de impuesto a la renta de 5% a 10% en forma permanente y la reducción de la exención existente de 25% sobre los salarios a 20%, medidas que en conjunto producirían \$350 mm; y finalmente un impuesto a las pensiones progresivo que generaría al fisco \$450 mm. Respecto de los gastos, las medidas se encaminan a recortar gastos de inversión por un monto de \$600 mm y a destinar parte de las transferencias a las regiones y de las regalías a ahorros en el *FONPET* para el pago de pensiones, sumando entre las dos cerca de \$750 mm. Este grupo de propuestas que asciende en total a \$3,35 billones, no parece cumplir los requerimientos para lograr un déficit de 2,5% del *PIB*.

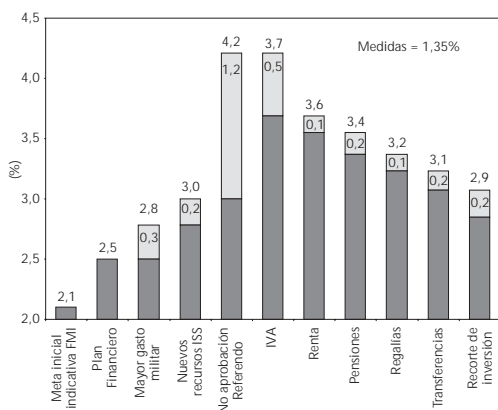
Los mayores gastos previstos por el Gobierno en materia de defensa y seguridad social, además de los generados por la no aprobación del Referendo no parecen ser compensados por las medidas propuestas en materia de ingresos y gastos. El Gráfico 4 muestra el impacto de cada una de las medidas sobre el déficit del sector Público Consolidado para

**Cuadro 6. BALANCE DEL SPC 2004**

Balance	% del <i>PIB</i>
<i>SPNF</i>	-2,7
<i>GNC</i>	-5,7
Sector descentralizado	3,0
Banco de la República	0,3
Fogafin	0,2
Reestructuración financiera	-0,4
Total	-2,5
Meta <i>FMI</i>	-2,1
Diferencia	-0,4

Fuente: Confis.

#### Gráfico 4. MOVIMIENTOS EN EL DÉFICIT DEL SPC 2004



IVA: tarifa plena 17% excluyendo bienes básicos.  
 Renta: tarifa de 38,5%. Reducción de tope máximo de 4' a 3'.  
 Pensiones: impuesto gradual a partir de 4 salarios mínimos.  
 Regalías y transferencias: retención para el pago de pensiones.  
 Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público y cálculos de Fedesarrollo.

2004. Aunque aún es prematuro emitir juicios sobre la suficiencia de recursos involucrados en el denominado Plan B, un cálculo preliminar sugiere que el déficit para 2004 bordearía el 2,8% del PIB, de nuevo superior a la meta establecida originalmente para el año.

El panorama fiscal sigue siendo incierto pues las medidas para atacar el problema del 2004 y del mediano plazo, son aún propuestas del Gobierno que requieren de un proceso legislativo para ser aprobadas. En cualquier caso, el Congreso y el Gobierno deben alinearse para garantizar la viabilidad fiscal del país.

#### E. Sostenibilidad de la deuda

Una de las principales implicaciones del mayor déficit fiscal frente al previsto es sobre la evolución de la deuda pública y la sostenibilidad de la misma. En la medida en que el ajuste es insuficiente, el su-

perávit primario no alcanza los niveles requeridos para estabilizar el nivel de la deuda / PIB.

El concepto de sostenibilidad de la deuda se basa en el criterio de restricción presupuestal intertemporal. La variación de la deuda en el tiempo dependerá del efecto del crecimiento de la economía y de las tasas de interés reales sobre el saldo inicial de la deuda, y de la capacidad del balance primario para compensar dicho efecto. En otras palabras, si la tasa de interés real promedio de la deuda ( $r$ ) es superior a la tasa de crecimiento real de la economía ( $g$ ), el gobierno debe mantener un superávit primario (impuestos superiores a los gastos sin intereses) para mantener el saldo inicial de la deuda. Entre más alto sea el crecimiento de la economía, menor será el esfuerzo en materia de balance primario para hacer sostenible la deuda. Intuitivamente, el gobierno debe generar ingresos suficientes (descontando el gasto) para cubrir el pago de intereses de su deuda.

En términos formales, la deuda se mantiene constante como porcentaje del producto, cuando un país genera un superávit primario equivalente a:  $(r-g) * d$ ; donde  $r$  es la tasa de interés real de la deuda pública,  $g$  es la tasa de crecimiento real de la economía y  $d$  es el stock de deuda inicial (el nivel que se quiere mantener).

La deuda pública colombiana ha subido aceleradamente en los últimos años, y no se ha logrado el balance primario requerido de manera permanente para mantenerla estable. A mediados de 2002 la Misión del Ingreso Público recomendaba estabilizar la deuda pública en niveles cercanos al 45% del PIB (nivel de septiembre de 2002), suponiendo una tasa de interés real promedio de la deuda interna y de la deuda externa de 9% y un crecimiento real de 3,5%, para lograrlo se requería un balance primario de 2,5% del PIB. Hoy, con un nivel de



deuda que asciende a 52,1% del *PIB*, y suponiendo tasas de interés de 10,5% (por mayor devaluación) y crecimiento económico de 2,5%, el balance primario que estabiliza la deuda se acerca a 4% del producto (y depende de los supuestos sobre tasas de interés de la deuda interna y externa, devaluación e inflación). De acuerdo con los cálculos presentados en la sección I.C, esta cifra no parece alcanzable. Así, la deuda pública podría rondar el 54% del *PIB* al finalizar 2003. Para 2004, asumiendo tasas de interés de 9% y crecimiento real de 3%, el superávit primario requerido para estabilizar la deuda<sup>3</sup> sería cercano al 3,2% del *PIB* el Cuadro 7 ilustra la situación. En un escenario optimista en el que se recupera el efecto del Referendo y las necesidades de mayores gastos no afectan el déficit<sup>4</sup>, probablemente el balance primario sería 2,4% del *PIB*. En ese caso el ajuste sería insuficiente y la deuda seguiría creciendo.

Todo lo anterior muestra que el esfuerzo en términos de ajuste fiscal que ha planteado el Gobierno no parece ser suficiente para impedir el crecimiento

de la deuda pública. Sin embargo, los resultados del ejercicio son muy sensibles al cambio en los supuestos sobre tasas de interés y crecimiento económico. En la medida en que la estrategia de crecimiento implementada por el Gobierno surta efecto y se logren conseguir tasas de interés menores para la deuda colombiana, el escenario podría cambiar. Por ejemplo, para el caso del 2004 un crecimiento económico de 3,5% (0,2 puntos porcentuales por encima de las proyecciones oficiales) y una tasa de interés de 8% permitirían mantener la deuda estable. Lo cierto es que se necesita un mayor ajuste fiscal que permita mejorar la confianza en la economía colombiana y en esa medida reducir las tasas de interés. Sin embargo, el ajuste debe ser lo menos costoso posible en términos de crecimiento económico: debería atacar el problema del gasto.

El análisis que se ha presentado trata el problema de la sostenibilidad año a año, sin embargo el concepto de sostenibilidad es de largo plazo y un análisis permanente debería permitir años en los que no se cumpla con los balances primarios requeridos que

### Cuadro 7. LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA

SPNF	Deuda neta /PIB	Superávit primario requerido permanente	Crecimiento real % del PIB	Tasa de interés	Déficit total
Recomendación MIP: estabilizar deuda en 45% del PIB	44,8	2,5	3,5	9,0	-
Situación 2003	52,1	4,2	2,5	10,5	-
Balance primario*	-	2,15	-	-	3,1
Faltante de ajuste	-	2,05	-	-	-
Deuda/PIB (fin de 2003)	54,1	-	-	-	-
Situación 2004	-	3,2	3,0	9,0	-
Balance primario est	-	2,4	-	-	2,5
Faltante de ajuste	-	0,8	-	-	-
Deuda/PIB (fin 2004)	54,9	-	-	-	-

\* Consistente con un déficit estimado de 3,1% del *PIB* para el *SPC*.

Fuente: Confis y Fedesarrollo.

<sup>3</sup> Nótese que se estabilizaría en un nivel bastante superior cercano al 54% del *PIB*

<sup>4</sup> Es decir, un escenario similar al planteado en el Plan Financiero 2004.

se compensen con años más ajustados en el futuro. En ese sentido, debería analizarse el valor presente de los superávits primarios futuros para encontrar realmente una relación de largo plazo, la información con la que se cuenta actualmente en Colombia no permite tal ejercicio. La ley de Responsabilidad Fiscal representa un avance en el proceso de ver el problema fiscal en el mediano plazo y tener en cuenta balances estructurales más que coyunturales.

#### F. Los Ingresos tratando de alcanzar a los gastos: más de lo mismo

A lo largo del tiempo los problemas fiscales se han resuelto básicamente a través de la búsqueda constante de mayores ingresos. Efectivamente, desde 1990 se han realizado nueve reformas tributarias (cuadro 8). A pesar de que algunas de ellas no han tenido el efecto esperado en materia de recaudo, durante toda la década de los años noventa los ingresos tributarios se han incrementado en más de 45% pasando de representar 9,1% del PIB en 1991 a 13,3% en 2002. Al finalizar 2002 el Gobierno aprobó una reforma tributaria consagrada en la ley 788, en la cual se modificó la estructura tarifaria del IVA, se amplió la cobertura del Gravamen a los Movimientos Financieros y se aumentó la tarifa del im-

puesto a la renta, ampliando a su vez la base gravable. Con esta reforma se esperaba que los ingresos totales para 2003 alcanzaran el 15,4% del PIB. El paquete de ajuste diseñado por el Gobierno tras los resultados del Referendo y presentado al Congreso, es una nueva reforma tributaria que posiblemente llevará los ingresos al 17,3% del PIB en 2004.

A pesar del crecimiento sostenido en los ingresos, los gastos han crecido de forma más acelerada. Uno de los principales factores que ha incidido en la profundización del déficit fiscal es el aumento constante en los gastos del Gobierno Central que en la década de los noventa ganaron más de 10 puntos. Así, los pagos totales pasaron de representar 10% del PIB en 1991 a 21,2% en 2002. Para el 2003, de recuperarse el efecto perdido en el Referendo se espera una relativa estabilización de esta trayectoria en niveles ligeramente superiores al 21% del PIB. Los mayores gastos en los que habrá que incurrir en el 2004 llevarían los pagos al 22,4% del PIB. El Gráfico 5 ilustra la idea de que durante toda la década se ha tratado de generar los ingresos buscando alcanzar los gastos que crecen de manera inercial.

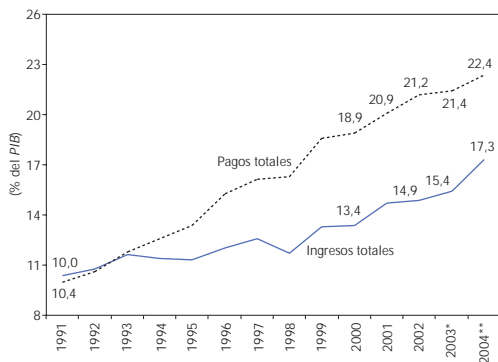
Los gastos que mayor incremento han mostrado son los de funcionamiento que han aumentado más del

**Cuadro 8. REFORMAS TRIBUTARIAS 1990 A 2002**

Año	Norma	Descripción oficial
1990	Ley 49	Reorientar la estructura tributaria por la apertura económica
1992	Ley 6a	Para asegurar el equilibrio a mediano plazo de las finanzas públicas
1994	Ley 174	Saneamiento aduanero (rezago registro importación vehículos)
1995	Ley 223	Racionalización tributaria
1997	Ley 383	Lucha contra la evasión
1998	Ley 488	Para conjurar el déficit fiscal
1998	Decreto 2331	Impuesto a las transacciones financieras, decretado al amparo de la "emergencia económica"
2000	Ley 633	Reforma tributaria
2002	Ley 788	Reforma tributaria

Fuente: Dinero con base en datos de la Misión del Ingreso Público (2002).

## Gráfico 5. LOS INGRESOS TRATANDO DE ALCANZAR A LOS GASTOS



\* Incluye adición presupuestal, efecto del Referendo y caída en los recaudos (Contraloría).

\*\* Incluye gastos adicionales (militares, ISS, Referendo) y medidas tributarias (Plan B).

Fuente: Confis y cálculos de Fedesarrollo.

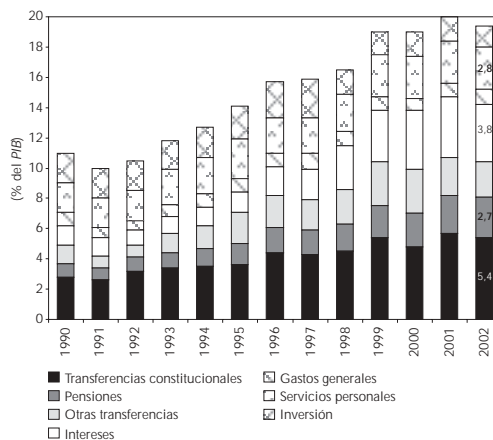
doble desde 1991. Esto se explica en buena parte por la evolución de las transferencias que pasaron de 4,2% en 1991 a 10,6% del PIB en 2002. Dentro de las transferencias se destaca el incremento de las transferencias territoriales establecidas en la Constitución<sup>5</sup> (de 2,6% a 5,4% del PIB) y el aumento de las pensiones (de 0,8% a 2,7% del PIB). Adicionalmente, el servicio de la deuda también ha crecido drásticamente de 1,2% en 1991 a 3,8% en 2002. En el Gráfico 6 se presenta la evolución en la composición del gasto.

La situación fiscal de los últimos años incluyendo la actual corroboran que los ajustes vía ingresos, es decir, vía reformas tributarias solucionan el problema en el corto plazo pero generan una mayor propensión a gastar. Por ello es necesario replantear el

<sup>5</sup> Hasta el año 2001 las transferencias constitucionales comprenden el situado fiscal, las participaciones municipales y el Fondo de Compensación educativa (FCE). A partir de 2002, corresponden al Sistema General de Participaciones (SGP).

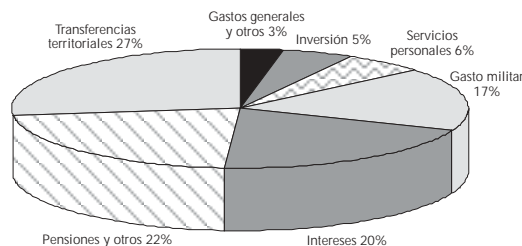
ajuste de largo plazo y buscar soluciones por el lado de recortes en el gasto. Sin embargo, el principal problema es la rigidez del gasto del Gobierno Nacional. Efectivamente, como lo muestra la composición del gasto en 2002, más del 90% de las erogaciones son inflexibles a la baja ya que 20% corresponde al servicio de la deuda, 22% a pensiones, 17% a gasto militar, 27% a transferencias territoriales que ordena la Constitución y sólo 5% a inversión y 9% a servicios personales, gastos generales y otros (Gráfico 7). Es evidente que el margen de

## Gráfico 6. COMPOSICIÓN DEL GASTO



Fuente: Confis.

## Gráfico 7. INFLEXIBILIDAD DEL GASTO DEL GNC (2002)



Fuente: Confis y cálculos de Fedesarrollo.

discrecionalidad del gobierno es mínimo a la hora de reducir el gasto y en consecuencia, para equilibrar las finanzas del Estado es necesario llevar a cabo reformas constitucionales al presupuesto nacional que permitan flexibilizarlo para lograr un manejo sano de las finanzas públicas.

## G. Problemas fiscales de mediano plazo

Tres problemas amenazan la situación fiscal colombiana en el mediano y largo plazo: el problema pensional, el régimen de transferencias y las necesidades de gasto militar permanente.

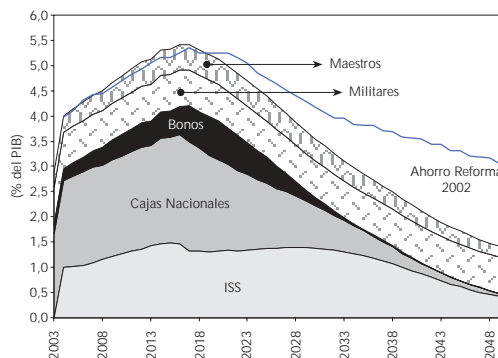
### 1. El pasivo pensional continúa siendo una amenaza

La reforma pensional consignada en la ley 797 de 2002 aumentó la edad de jubilación, la tasa, el monto y la base de cotización e incorporó a los trabajadores independientes al Sistema General de Pensiones. Sin embargo, estos avances no fueron suficientes pues el agotamiento de las reservas del ISS en 2004 es inminente y como se ve en el Gráfico 8, el grueso del efecto de la reforma ocurre en el 2020. En promedio, el déficit pensional anual a cargo de la Nación asciende a 4,8% del PIB al año<sup>6</sup>.

Adicionalmente, la reforma no tiene ningún efecto sobre el pago de pensiones ya causadas las cuales representan cerca del 50% del déficit total entre 2003 y 2050. Por lo tanto, es necesario diseñar una estrategia que asegure su financiamiento en forma permanente. Para ese efecto Fedesarrollo ha propuesto trasladar recursos parafiscales (SENA, Cajas) hacia el sistema pensional y el impuesto a las pensiones como una alternativa apropiada siempre y

<sup>6</sup> Según Perfetti, Parra, Llanes y Taborda (2003), el déficit total sistema público = déficit operacional ISS + déficit Cajas Nacionales + Bonos a cargo de la Nación + déficit del magisterio + déficit fuerza pública.

Gráfico 8. DÉFICIT PENSIONAL



Fuente: Perfetti, Parra, Llanes y Taborda (2003), Ayala.

cuando sea equitativo entre generaciones y entre grupos de pensionados. Desde una perspectiva de más largo plazo y para reducir la deuda pensional futura, también se ha sugerido la modificación del régimen pensional hacia la concentración en el sistema de ahorro individual, una estrategia que ha resultado exitosa en algunos países como Chile. Esta última tampoco resolvería el problema de los pensionados actuales dependientes del ISS, pero aseguraría el futuro de los demás trabajadores sin comprometer recursos públicos.

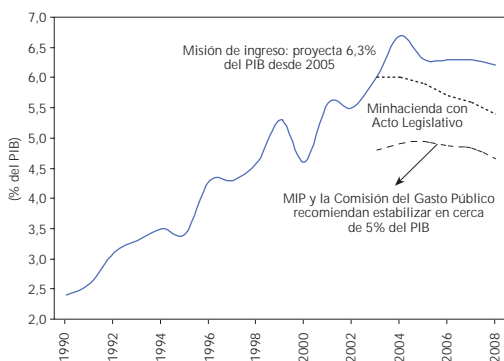
### 2. Las transferencias continúan creciendo

El crecimiento del monto correspondiente a las transferencias territoriales es insostenible en el largo plazo. Las transferencias crecieron a lo largo de los noventa, pasando de 2,6% del PIB en 1990 a 5,4% en 2001. Una de las principales explicaciones a este hecho es que la Constitución destinaba un porcentaje fijo y creciente de los ingresos corrientes de la Nación a las transferencias y por lo tanto los mayores recaudos tributarios implicaban un mayor gasto de este tipo.

Por esto en 2001, a través del Acto legislativo 012, se buscó frenar el rápido crecimiento de las tras-

ferencias desligándolas de los ingresos corrientes de la Nación. Aquella reforma resultaba satisfactoria bajo escenarios muy optimistas en términos de crecimiento económico. Se estableció un periodo de transición entre 2002 y 2008 donde los recursos destinados a las transferencias territoriales crecerán al ritmo de la inflación más 2 puntos porcentuales hasta el 2005 y más 2,5 puntos porcentuales hasta 2008. A partir de 2009, las transferencias aumentarán de acuerdo al promedio móvil de orden 4 de la variación de los ingresos corrientes de la Nación. Sin embargo, en 2002 las transferencias representaron 5,5% del PIB y se prevé que se estabilicen al llegar a niveles de 6,3% del PIB. Como lo muestra el Gráfico 9, este nivel es superior a lo calculado por el Gobierno al implementar la reforma y muy superior a las recomendaciones de la Misión del Ingreso Público (2003) y la Comisión de Gasto (1997). Además, la fórmula actual hace que las transferencias sean sensibles a la relación entre inflación y crecimiento económico. Para avanzar hacia un ajuste fiscal de largo plazo, Fedesarrollo recomienda reducir y estabilizar el monto de las transferencias territoriales en niveles cercanos al 5% del PIB.

**Gráfico 9. TRANSFERENCIAS A ENTIDADES TERRITORIALES 1990-2008**

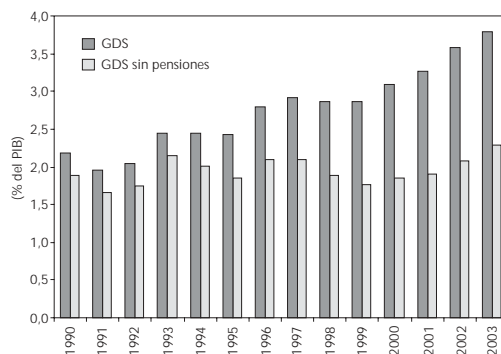


Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Misión del Ingreso Público y Comisión de Gasto Público y cálculos de Fedesarrollo.

### 3. Fuerte crecimiento del gasto militar

Es importante alertar acerca del curso que ha tomado el gasto militar recientemente. En el Gráfico 10 se muestra su evolución: pasó de 2,2% del PIB en 1990 a 2,9% del PIB en 1999, se incrementó a 3,8% del PIB en 2003 y se estima que puede llegar a 4,5% del producto en 2004. En un estudio reciente, Carlos Caballero (2003) concluye que por la intensidad del conflicto armado, Colombia debería gastar en defensa y seguridad 4,5% de su producto de manera permanente. Es evidente que el gasto militar es necesario, pero debe adoptarse una estrategia para financiarlo en forma permanente y/o reducir otros rubros de gasto, dada la estrechez presupuestal.

**Gráfico 10. GASTO EN DEFENSA Y SEGURIDAD**



Fuente: Departamento Nacional de Planeación y cálculos de Fedesarrollo.

En síntesis, a pesar de los esfuerzos realizados por el gobierno, la situación de las finanzas públicas no está resuelta. Gastos como las transferencias, pensiones, servicio de la deuda y militar son crecientes y no cuentan con un claro esquema de financiación a mediano plazo. Frente a esta dinámica del gasto, los ajustes que se han hecho en años recientes resultan insuficientes, poniendo en peligro la

sostenibilidad de la deuda. El Gobierno ha resuelto el problema urgente del próximo año con más de lo mismo: mayores ingresos para financiar gastos inalcanzables. Sin embargo, lo apremiante de la urgencia no puede retrasar demasiado lo importante, en lo que este Gobierno ha dado pasos esenciales. La estrategia de largo plazo debe enfocarse en recortar los gastos teniendo en cuenta que para lograrlo hay que resolver los problemas de inflexibilidad presupuestal. Por lo tanto, la agenda legislativa se torna crucial y además de la reforma tributaria debe seguir avanzándose en reformas ya iniciadas (al Estatuto Orgánico del Presupuesto, a la Administración Pública) y estudiar nuevas alternativas en otras áreas (Pensional, transferencias, etc.).

## II. LOS MOVIMIENTOS DE LA TASA DE CAMBIO: EXPLICACIÓN EXPOST Y AVENTURADAS PROYECCIONES PARA EL FUTURO CERCANO

### A. Introducción

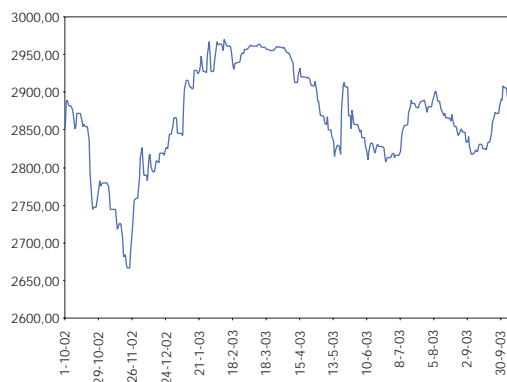
El comportamiento de corto plazo de la tasa de cambio nominal en Colombia suele ser difícil de explicar y más aun de predecir su tendencia hacia el futuro. El movimiento en el mercado cambiario responde en algunas ocasiones a anuncios y eventos de manera excesiva, mientras que otras veces si acaso se mueve. Esto hace que explicar las tendencias requiera de una mirada retrospectiva y que proyectarlas necesite suposiciones con base en el comportamiento observado en el pasado. A continuación se presenta una explicación de los determinantes de la tasa de cambio durante el último año, especialmente para el primer semestre de 2003 y algunas aventuradas proyecciones de lo que puede ocurrir en el futuro cercano.

La fuerte devaluación nominal ocurrida durante el segundo semestre de 2002 ha marcado la evolu-

ción de la *TRM* durante el presente año. La continua tendencia al alza iniciada en noviembre del año pasado llegó a su fin en marzo. Entre noviembre de 2002 y marzo de 2003 la tasa de cambio nominal se depreció en 11% pasando de niveles cercanos a \$2665 hasta superar los 2960 cop/usd. Entre abril y mayo se presentaron descensos en la tasa de cambio que osciló entre los 2800 y los 2900 cop/usd. Todo esto produjo una leve revaluación de la moneda que hasta octubre alcanza el 1,3%. En el Gráfico 11 se observa la evolución en la Tasa Representativa del Mercado TRM entre octubre de 2002 y octubre de 2003.

Vale resaltar que en febrero la Junta del Banco de la República anunció su disposición a intervenir el mercado cambiario desaccumulando hasta US\$ 1.000 millones de las reservas internacionales. En marzo, abril y mayo los intermediarios financieros ejercieron opciones de compra de divisas para desaccumulación de reservas internacionales del Banco de la República por US\$345 millones, lo cual también ayudó a contener el episodio de depreciación del peso. La junta del Banco de la República

**Gráfico 11. TASA REPRESENTATIVA DEL MERCADO (Octubre 2002 - octubre 2003)**

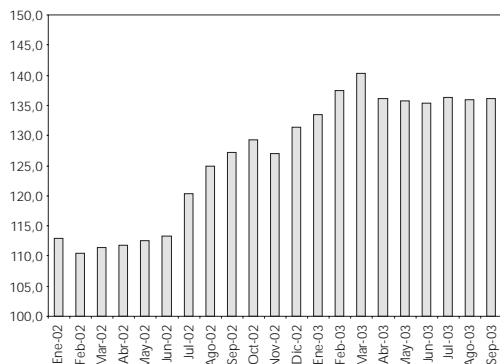


Fuente: Banco de la República.

está interesada en que la devaluación del peso no afecte las expectativas de inflación. Al final de 2002, la acelerada depreciación del peso produjo un aumento en el Índice de Precios al Productor, que se transmitió en los primeros meses de este año al Índice de Precios al Consumidor y, al parecer por los datos de las encuestas de Fedesarrollo y del Emisor, a las expectativas sobre inflación futura. Para contrarrestar ese efecto, el Banco desacumuló reservas internacionales e incrementó sus tasas de intervención.

La relativa estabilidad de la tasa de cambio nominal generó el mismo efecto sobre la tasa de cambio real. En el Gráfico 12 se observa que el *ITCR* deflacionado por *IPP* ha rondado entorno a los 136 puntos, después de lograr un máximo histórico en marzo (140,3). Teniendo en cuenta lo anterior, se estima que la tasa de cambio real se mantendrá estable durante el resto del año y que la devaluación nominal (diciembre-diciembre) sea cercana al 2,9%. Sin embargo, la estabilidad de la tasa de cambio real en el corto y mediano plazo dependerá principalmente del comportamiento del gasto corriente del gobierno central y por lo tanto del actual proceso de ajuste

**Gráfico 12. ÍNDICE DE TASA DE CAMBIO REAL**



Fuente: Banco de la República.

te fiscal<sup>7</sup>. Fedesarrollo estima que la tasa de cambio real continuará en niveles superiores a los 135 puntos y que la devaluación nominal diciembre-diciembre en 2004 estaría entre 6,6% y 7,6%, dependiendo del mecanismo de ajuste de las finanzas públicas que siga el Gobierno. En cualquier caso, se espera que se siga consolidando el proceso de aumento en la competitividad en el que se ha inscrito Colombia en los últimos años.

A continuación se analizan diferentes determinantes de la tasa de cambio nominal con el fin de explicar su comportamiento en lo corrido del 2003. Entre éstos se encuentra el comportamiento de las tasas de cambio de la región, las tasas de interés de la deuda pública, el diferencial de tasas de interés interna vs. externa, las expectativas de devaluación de los agentes, las posiciones propias de los intermediarios financieros, la composición de los portafolios de inversión de los fondos de pensiones y los flujos netos de recursos en la balanza de pagos.

## B. Apreciación, un fenómeno regional

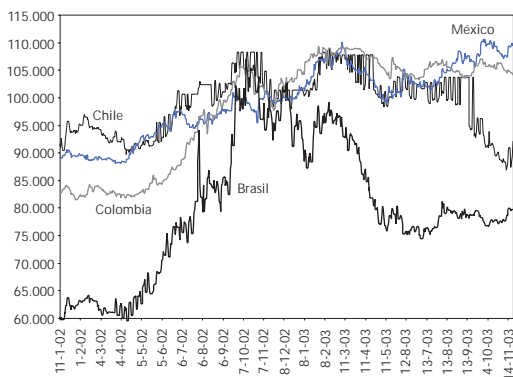
La apreciación del peso que caracterizó el semestre cambiario no fue un fenómeno exclusivo de Colombia. La revaluación en el primer semestre fue bastante generalizada en América Latina. Doce países, incluyendo los de Mercosur, registraron apreciaciones de sus monedas frente al dólar. Este comportamiento tiene su explicación asociada a fenómenos propios de la región y a otros relacionados con economías más desarrolladas. Se corrigió el sobreajuste regional que había generado la crisis argentina al final de 2002; además Latinoamérica observó

<sup>7</sup> El gasto público afecta la tasa de cambio real pues al ser intensivo en bienes no transables presiona sus precios al alza. Esto reduce la tasa de cambio real que es un precio relativo: precio de transables en términos de no transables.

el regreso de capitales a la región, una vez aclarado el entorno político brasileño con la elección del presidente Luis Ignacio Lula y la presentación de su programa económico. También el fortalecimiento de las balanzas comerciales de la región y el fenómeno de debilitamiento del dólar frente al euro contribuyeron a la apreciación de las monedas latinoamericanas. En Los Gráficos 13 y 14 se observa la apreciación como un fenómeno regional acompañada de aumentos en la confianza de los inversionistas (en la sección II.C se profundizará la relación entre tasa de cambio y spreads)

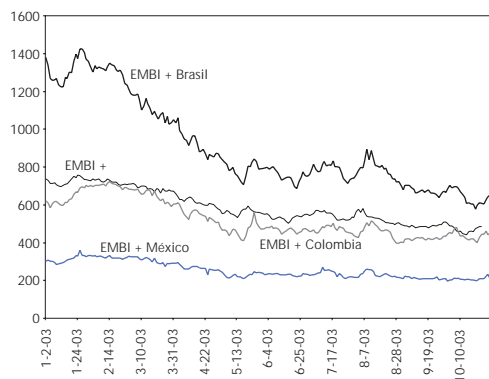
La apreciación nominal sin pérdidas de competitividad tampoco fue exclusiva de la economía colombiana. En general, todos los vecinos mantienen tipos de cambio real competitivos que han incentivado las exportaciones, como en el caso colombiano. Adicionalmente, por efecto de la creación de vínculos comerciales más estrechos entre los países del hemisferio, las variaciones en materia cambiaria se transmiten con mayor facilidad de una economía a otra, generando una mayor interdependencia

**Gráfico 13. TASA DE CAMBIO DE COLOMBIA Y OTROS PAÍSES LATINOAMERICANOS (Noviembre 15 de 2002 = 100)**



Fuente: Oanda Corporation.

**Gráfico 14. SPREAD DE COLOMBIA Y OTROS PAÍSES LATINOAMERICANOS**



Fuente: JP Morgan.

cambiaria. Esta tendencia se acentuará a medida que se avanza en la formalización de tratados comerciales.

### C. Tasas de bonos globales y tasa de cambio

La variación nominal en el tipo de cambio en Colombia depende de manera importante de las modificaciones en los portafolios de los grandes inversionistas institucionales. Estas inversiones se concentran principalmente en títulos de deuda pública local (*TES*) y posiciones en moneda extranjera especialmente en dólares. También se encuentran entre sus activos títulos de deuda pública externa (Yankees). El incipiente mercado de capitales colombiano no permite mayor diversificación del portafolio, por esto los precios de los activos se encuentran relativamente correlacionados. Esto es, los cambios en la oferta y la demanda de los bonos de deuda pública y sus consecuentes variaciones en el rendimiento financiero de los mismos afectan el precio de los dólares. Igualmente, los cambios en la cotización de la divisa se transmiten a través del mercado cambiario a los precios de los bonos del Gobierno. De hecho, un estudio reciente de Fedesa-

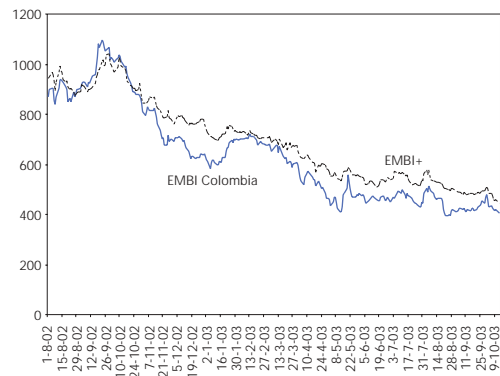


rollo (Gutiérrez y Formisano, 2003) muestra que los cambios en las tasas de interés de los bonos globales colombianos se constituyen como mecanismo de transmisión de las presiones de los mercados internacionales sobre el mercado local, al afectar los precios en el mercado doméstico de dinero (que incluye el precio de los dólares).

El efecto de reversiones o cierres súbitos de los mercados de capitales internacionales sobre las economías emergentes se ha documentado en múltiples trabajos que estudiaron las crisis de Asia, Rusia, México, Brasil y Argentina. En todos ellos se encuentra una gran vulnerabilidad de los países a cambios abruptos en la confianza de los inversionistas. Calvo y Reinhart (1999) muestran que un "sudden stop", como se le conoce en la literatura, implica una suspensión en la entrada de capitales internacionales (o su salida rápida) y produce ajustes fuertes en las reservas internacionales, en el tipo de cambio real y hace más costosas las crisis financieras. El "sudden stop" se puede disparar por un choque de política, de credibilidad, de productividad doméstica o de liquidez internacional (Mendoza, 2002) y afecta variables diversas como los precios de los activos (FMI, 1999) y las tasas de los préstamos bancarios (Eichengreen, 1999).

En el último semestre Colombia, y en general América Latina, experimentaron condiciones favorables en los mercados internacionales de bonos globales. Por ello, se observó una situación contraria a la descrita en el párrafo anterior pues la volatilidad de los precios de los activos financieros domésticos fue relativamente baja. En el Gráfico 15 se observa que durante el semestre, la percepción de riesgo de los mercados emergentes se mantuvo a la baja. Colombia se percibió como un país menos riesgoso que el promedio de sus pares. Los spreads entre la tasa de los bonos colombianos y los del Tesoro de

**Gráfico 15. PERCEPCIÓN DEL RIESGO DE LOS MERCADOS EMERGENTES**



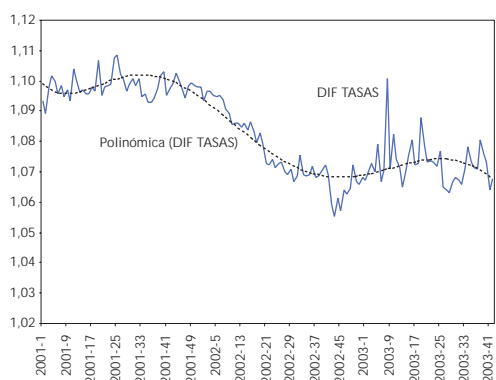
Fuente: Bloomberg.

los Estados Unidos también mantuvieron durante el semestre su senda descendente. Con ello, los jugadores en este tipo de valores tuvieron ganancias en lo corrido del año y no han tenido que recomponer sus portafolios de manera brusca. La demanda por papeles del Gobierno mantuvo estable el mercado cambiario y sin mayores presiones al alza. A su vez, el comportamiento del precio de la divisa aumentó la demanda por títulos de deuda interna que vieron aumentar sus precios al bajar la rentabilidad de los dólares.

#### D. Diferencial de las tasas de interés

En el Gráfico 16 se observa que el diferencial entre la tasa de interés interna y externa no ha variado de forma significativa en lo corrido de 2003 y se ha mantenido en niveles relativamente bajos. De acuerdo con la hipótesis de paridad descubierta de las tasas de interés, este diferencial puede entenderse como las expectativas de devaluación de los agentes. La tasa de captación de CDT a 360 días ha sido relativamente estable en torno a 8,59%. Por su parte, la tasa de interés de papeles del tesoro america-

## Gráfico 16. RELACIÓN ENTRE TASA DE INTERÉS INTERNA Y TASA DE INTERÉS EXTERNA



Fuente: Banco de la República y Federal Reserve.

no a 360 días conservó una leve tendencia a la baja durante el primer semestre y ha crecido levemente en lo corrido del segundo semestre, con un promedio anual de 1,26%.

Con la liberalización de los flujos internacionales de capitales, el diferencial entre la tasa de interés interna y externa ha permitido explicar algunos comportamientos del mercado financiero nacional. Concretamente, existe un gran interés en determinar en qué medida este diferencial se relaciona con las expectativas de devaluación nominal y establecer si realmente la liberalización resultó en paridad de tasas de interés. Un reciente trabajo del Banco de la República (Rowland, 2002)<sup>8</sup> estudia la relación entre ambas variables entre 1994 y 2002 y encuentra una estrecha relación durante el periodo comprendido entre octubre de 1996 y agosto de 2002 para las tasas de interés y la devaluación a un año. Esta relación es especialmente fuerte entre finales de 1998 y principios de 2000 cuando el rit-

<sup>8</sup> Un comentario sobre este artículo se encuentra en la nota editorial de la revista del Banco de la República, mayo 2003.

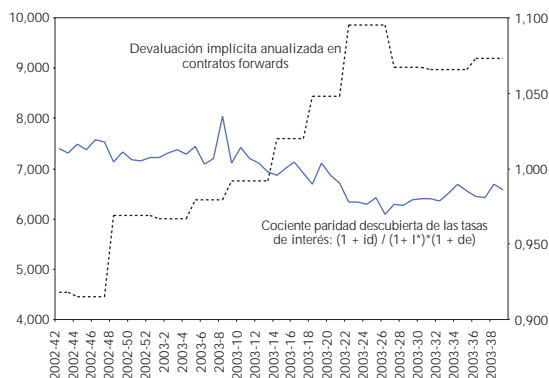
mo de devaluación nominal anual se redujo a la par con la caída en el diferencial de tasas de interés. Posiblemente el descenso del diferencial de tasas a un año observado durante 2002 es consistente con el proceso de apreciación leve ocurrido durante el primer semestre de 2003.

### E. Expectativas de devaluación

Aunque el mercado de *forwards en delivery* a doce meses no es el más líquido, contiene información importante sobre las expectativas de devaluación de los agentes participantes. En general la devaluación implícita en estos derivados captura bastante bien la tendencia futura del precio del dólar. El movimiento hacia una menor devaluación empezó a observarse en mayo de 2002 en las operaciones de venta de dólares a futuro. La devaluación implícita en el mercado de *forwards* pasó de 12% en febrero de 2002 a 9,5% en mayo y a niveles cercanos al 7,5% en septiembre de 2002. Después, a partir de octubre regresó a una senda de aumento gradual que alcanzó su punto máximo en junio de 2003. De mantenerse la relación del precio implícito en los *forwards* con el de las operaciones en el mercado de contado "*spot*", estas últimas deberían reflejar un nuevo crecimiento de la devaluación al final de 2003 y principios de 2004.

El Gráfico 17 presenta un ejercicio que permite probar la existencia de paridad de tasas de interés. Al calcular la proporción entre el rendimiento de inversiones internas y el rendimiento esperado de inversiones equivalentes en el exterior (incluyendo la devaluación esperada implícita en el mercado de *forwards*), se obtiene un cociente cercano a la unidad. Esto sugiere que los agentes que participan en el mercado de futuros construyen sus expectativas de devaluación con base en la hipótesis de paridad descubierta de las tasas de interés.

**Gráfico 17. DEVALUACIÓN IMPLÍCITA Y PARIDAD DE TASAS DE INTERÉS**



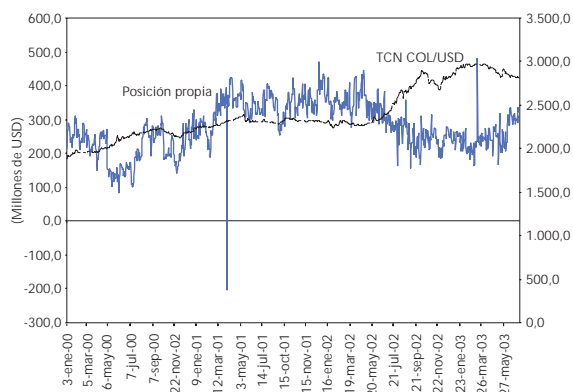
Fuente: Banco de la República, Banco de la Reserva Federal y cálculos de Fedesarrollo.

**F. Posición propia de los intermediarios financieros**

La posición propia de los intermediarios del mercado cambiario refleja las condiciones de oferta y demanda de divisas de los participantes y por lo tanto mantiene una relación con la evolución de la tasa de cambio nominal, especialmente desde 2002. La regulación establece límites (superior e inferior) para la posición propia de los Fondos de Pensiones y Cesantías y son los intermediarios financieros quienes absorben los movimientos que los *FPC* deben hacer para cumplirlos. Como resultado de los movimientos entre el balance de los *FPC* y del sector real, la posición propia de los intermediarios financieros resume las tendencias del mercado.

Como se puede ver en el Gráfico 18, la evolución reciente de la posición propia de los intermediarios financieros muestra un comportamiento cíclico con periodos de acumulación y desacumulación de activos (o cancelación y compromiso de pasivos). Durante el primer semestre de 2000 la posición propia cayó desde los US\$300 millones hasta alcanzar

**Gráfico 18. POSICIÓN PROPIA DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS**



Fuente: cálculos de Fedesarrollo con base en información del Banco de la República y la Superintendencia Bancaria.

cifras del orden de US\$80 millones. Posteriormente, durante el segundo semestre de 2000 y el primer semestre de 2001 se recuperó hasta niveles cercanos a los US\$380 millones. Entre mayo de 2001 y abril de 2002 se mantuvo relativamente estable en torno a los US\$ 350 millones. Luego, durante el resto de 2002 y hasta principios de 2003, volvió a bajar hasta niveles cercanos a US\$150 millones. Finalmente, en lo corrido de 2003 ha vuelto a crecer rápidamente hasta alcanzar nuevamente US\$300 millones en junio de este año.

El periodo estabilidad en niveles altos en la posición propia de los intermediarios financieros de principios de 2002, seguido por una caída constante durante todo el segundo semestre, ofrece sustento para el proceso de depreciación observado durante el segundo semestre de 2002. Al parecer, los intermediarios financieros generaron una cobertura anticipada al proceso de devaluación de dicho año, incrementando sus derechos en moneda extranjera en mayor medida que sus obligaciones; para después suplir la demanda del sector real. Así

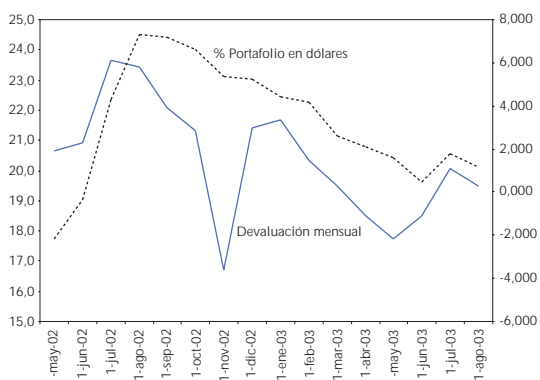
mismo, meses antes de terminado este proceso, los intermediarios financieros retornaron a niveles previos de posición propia. De mantenerse la relación entre posición propia y tasa de cambio, la evolución de la posición propia durante los últimos meses del primer semestre es un indicador de que probablemente se de un nuevo proceso de devaluación al finalizar este año y comienzos del próximo.

### G. Portafolio de inversión de los fondos de pensiones

El valor total promedio de los portafolios de inversión de los fondos de pensiones obligatorias en lo corrido de 2003 asciende a \$16 billones. Entre agosto de 2002 y agosto de 2003, el crecimiento nominal de estos portafolios fue 27%, al pasar de \$13 billones a \$17 billones. La rápida acumulación de recursos de los fondos ilustra la importancia creciente de ellos dentro del mercado financiero nacional. Las decisiones de inversión de los fondos de pensiones logran modificar los diferentes precios de mercado; entre ellos la tasa de cambio nominal. En agosto del presente año un 20,1% del valor total de dichos portafolios se encontraba en títulos denominados en dólares. Estas inversiones se componen principalmente, de títulos de deuda pública externa emitidos por la Nación y de bonos emitidos por instituciones financieras.

A mediados del año pasado, los fondos de pensiones ejercieron una mayor presión sobre el mercado de dólares al incrementar su posición en esta divisa hasta un 24,5% del valor de total de los portafolios. Desde septiembre de 2002 hasta junio de 2003 esta presión fue cediendo paulatinamente y con ello la devaluación mensual. En el Gráfico 19 se ve que a mediados del presente año los fondos comenzaron nuevamente a recomponer sus portafolios a favor de títulos en dólares y con ello presionaron levemente la devaluación mensual. Este comportamiento

**Gráfico 19. INVERSIONES DE LOS FONDOS DE PENSIONES**



Fuente: cálculos de Fedesarrollo con base en información del Banco de la República y la Superintendencia Bancaria.

reciente de los fondos es consistente con las expectativas de devaluación para inicios del próximo año que se deduce del mercado de *forwards* y del balance de los intermediarios financieros.

### H. Flujo neto de recursos en la balanza de pagos

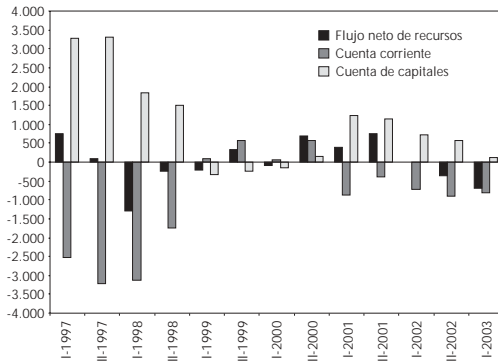
Finalmente se analiza el flujo neto de recursos en la balanza de pagos. Este flujo corresponde a la suma del déficit (superávit) en cuenta corriente y el déficit (superávit) en la cuenta de capitales. Como lo presenta el Gráfico 20, desde el segundo semestre de 2002 la economía colombiana ha generado un flujo neto de recursos negativo y cada vez mayor. Durante el primer semestre de 2003 este flujo representó una salida de recursos por US\$683 millones, debido a que la entrada de capitales estuvo muy lejos de alcanzar a financiar el déficit en cuenta corriente. Un fenómeno similar ocurrió en el segundo semestre de 2002.

Vale la pena resaltar lo ocurrido durante el segundo semestre de 2002, periodo caracterizado por una fuerte devaluación de la tasa de cambio, a la luz de estos hechos: gracias a una fuerte caída en la cuen-

ta corriente, el ritmo de salida de recursos se aceleró durante dicho semestre. La balanza de pagos reportó una salida neta de recursos por US\$347 millones, US\$1103 millones más de lo reportado en el segundo semestre del 2001, generando fuerte presión sobre la tasa de cambio. Durante el primer semestre de 2003 también se generó una salida neta

de recursos cuya variación anual fue de US\$686 millones. A diferencia del semestre inmediatamente anterior, el Banco de la República decidió anunciar su disposición a intervenir el mercado cambiario desacumulando hasta US\$1.000 millones de las reservas internacionales, cifra mayor a la variación semestral anual del flujo neto de recursos. Como se mencionó anteriormente, esta medida liberó buena parte la presión sobre la tasa de cambio.

**Gráfico 20. BALANZA DE PAGOS**



Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

Así, probablemente el comportamiento en la oferta y demanda de divisas estará caracterizado durante los próximos meses por presiones al alza en la tasa de cambio nominal. La leve apreciación del peso colombiano ocurrida durante el primer semestre de 2003 posiblemente se revertirá si tenemos en cuenta las expectativas de devaluación de los agentes, las decisiones de inversión de los Fondos de Pensiones y Cesantías, el balance de los intermediarios financieros y la relación que todos estos factores han tenido con el tipo de cambio en el pasado.

## BIBLIOGRAFÍA

- Caballero, C. (2003), "La Estrategia de Seguridad Democrática y la Economía Colombiana: Un ensayo sobre la Macroeconomía de la seguridad". *Borradores de Economía* 234. 2003.
- Cardenas, M. (1997), "La Tasa de Cambio Real en Colombia". Fedesarrollo y Tercer Mundo Editores.
- Comisión de Recionalización del Gasto y las Finanzas Públicas, Ministerio de Hacienda, 1997.
- Gutierrez, S. y Formisano, M. (2003), "La culpa es del yankee: correlaciones de indeficiencia en el mercado de dinero". En: *Apuntes y Finanzas*. Octubre, p.p. 31-53
- Misión del Ingreso Público. Informe del Consejo Directivo. *Cuadernos de Fedesarrollo* No. 10, 2003.
- Perfetti, Parra, Llanes y Taborda (2003), "Impacto de la Reforma pensional y escenarios alternativos".
- Rowland, P. (2002), "Uncovered Interest Parity and the USD/COP Exchange Rate", *Borradores de Economía*, Banco de la República, No. 227, diciembre.