



Deuda Pública Total

EL EFECTO DE LA REVALUACION

En opinión de algunos analistas, las noticias positivas en materia de crecimiento económico, del mantenimiento de la demanda mundial y de la estabilidad de los mercados internacionales, así como las reducciones de las primas de riesgo de las deudas soberanas de los países emergentes, se han convertido en circunstancias inmejorables para aliviar algunos de los problemas estructurales que vive el país.

Uno de los más importantes y que se encuentra estrechamente relacionado con nuestro problema fiscal, es el alto nivel de endeudamiento neto, tanto interno como externo, el cual pasó de representar 46.6% en diciembre de 2004 a cerca del 48% del PIB al finalizar el primer trimestre de 2005.

Con el propósito de analizar el impacto que han tenido el nivel de crecimiento acumulado de la economía y las fluctuaciones que ha experimentado la tasa de cambio en los últimos años, en esta Semana Económica se hace un análisis de los efectos de estos dos factores sobre la relación deuda pública a PIB.

Adicionalmente, las conclusiones de este análisis permiten dar algunas luces sobre las medidas que debe tomar el gobierno si se quiere aprovechar de la mejor manera posible el episodio favorable que actualmente experimenta el país particularmente en materia de crecimiento y de revaluación de la tasa de cambio.

Los impactos del tipo de cambio y del crecimiento

Para analizar el impacto que han tenido estos dos factores sobre la relación de deuda pública a PIB en Colombia, se trae a colación un ejercicio¹ que permite aislar el impacto que han

producido el bajo crecimiento económico de los últimos 9 años y la devaluación acumulada de nuestra tasa de cambio sobre el nivel de deuda en ese período.

En este ejercicio se toma como escenario básico la información reportada por el gobierno en materia de deuda, crecimiento y tasas de cambio para el periodo 1996 – 2004², incluyendo los últimos datos que ha publicado para el primer trimestre de 2005. Durante este período, la economía colombiana creció en promedio 2.02%, con una devaluación real cercana al 30% y una relación promedio deuda a PIB del 39.8%.

En cuanto a la última cifra suministrada por las autoridades económicas, sorprende el aumento de casi 1% en el saldo de la deuda pública total en tan sólo tres meses al pasar de 46.6 en diciembre de 2004 a 47.5% del PIB en marzo de 2005. La explicación de este fenómeno se encuentra en el fuerte incremento del saldo de la deuda interna del gobierno nacional central, que pasó de 30.8 en diciembre de 2004 a 33% del PIB en marzo de 2005, ya que el porcentaje de la deuda externa disminuyó de 20.8% a 20.3% durante el mismo lapso de tiempo³.

La primera parte del ejercicio busca medir qué hubiera sucedido con la relación deuda a PIB si la economía hubiera crecido a una tasa permanente del 4% entre 1997 y 2004⁴, manteniendo las demás variables en sus niveles observados. Al re-estimar el valor de la deuda como porcentaje del PIB durante ese periodo se encuentra que si la economía hubiera crecido a ese ritmo durante todo el período, el país habría alcanzado una re-

1 Para mayor detalle ver la Semana Económica No 497 de marzo 11 de 2005.

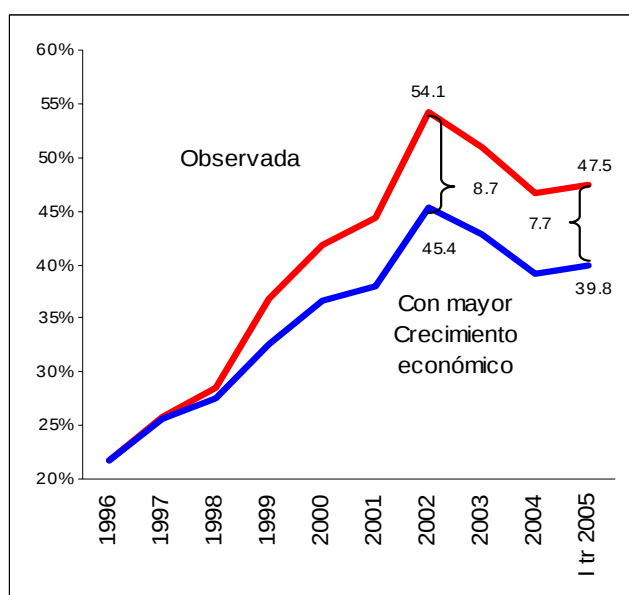
² La información suministrada por el Ministerio de Hacienda corresponde a la deuda Neta de activos financieros del Sector Público No Financiero discriminada en interna y externa.

³ Resultado de la aplicación de la política de disminución de la exposición de la deuda en dólares.

⁴ Este crecimiento supone una dinámica de la economía similar al promedio que el país experimentó entre 1950 y 1994.

lación deuda a PIB en promedio de 34.9%, registrando los cambios más importantes en los tres últimos años cuando esta relación habría presentado un ajuste a la baja cercano al 8% del PIB (gráfico 1).

Gráfico 1
Efectos de un mayor crecimiento sobre la relación Deuda a PIB

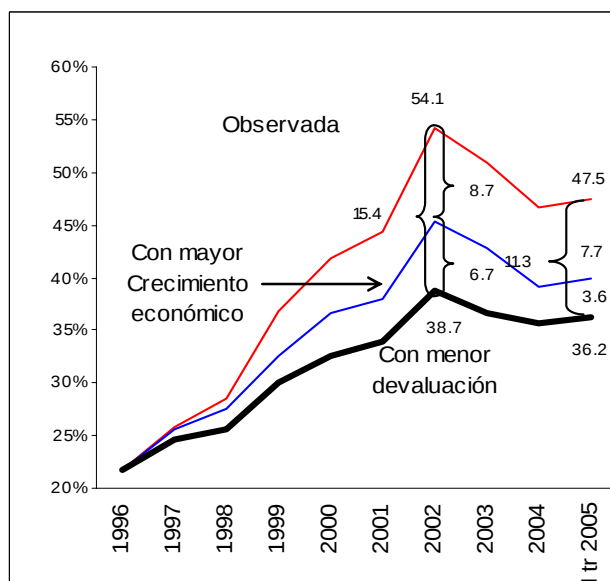


Fuente: Banco de la República. Cálculos: ASOBANCARIA.

Ahora bien, si además de suponer un crecimiento constante del 4% se realiza un ejercicio en el que se estima la tasa de cambio nominal que se habría requerido para mantener inalterado el Índice de Tasa de Cambio Real⁵ y que implica una devaluación menor a la observada en el período, se encuentra que el efecto combinado del menor crecimiento y de la mayor tasa de cambio sobre la relación deuda a PIB fue mucho mas significativo. Por ejemplo, en el 2002 se observa que la deuda habría sido menor en 15.4 puntos del PIB, de los cuales 8.7 puntos estarían explicados por el menor crecimiento y 6.7 por la devaluación.

⁵ Manteniendo el nivel de competitividad de nuestra tasa de cambio en el de 1996, cuyo ITCR promedio fue cercano a 100.

Gráfico 2
Efectos de un mayor crecimiento y de una menor devaluación sobre la relación Deuda a PIB



Fuente: Banco de la República. Cálculos: ASOBANCARIA

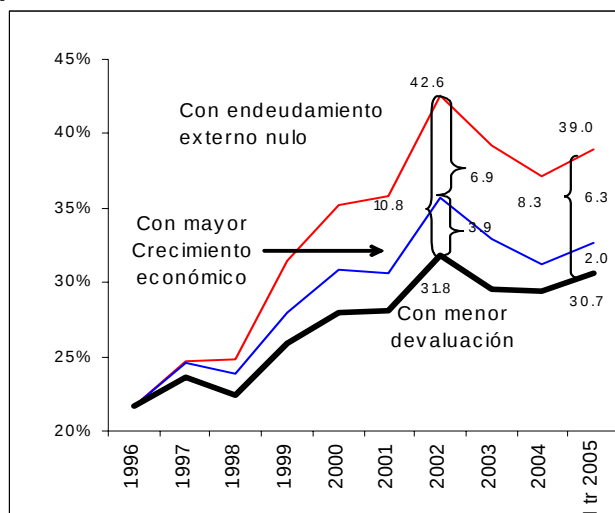
Bajo este mismo supuesto, en el primer trimestre de 2005 la deuda hubiera significado 36.2% del PIB y no 47.5%, lo que representa una reducción de 11.3 puntos porcentuales, de los cuales 7.7 tendrían su origen en el crecimiento y 3.6 puntos en la tasa de cambio (ver gráfico 2). En este punto es importante resaltar la disminución de 6.7 puntos a 3.6 puntos de la diferencia entre 2002 y el primer trimestre de 2005 ocasionada por la revaluación que se ha registrado en este periodo (Gráfico2).

Debido a que la deuda externa del sector público se duplicó durante el período de análisis al pasar de US\$11.686 millones en 1996 a US\$21.791 millones en 2004, y con el objetivo de aislar de una manera más adecuada el efecto de la tasa de cambio, neutralizando ese mayor endeudamiento en dólares, en el siguiente ejercicio se evalúa la relación de deuda total a PIB que se habría obtenido manteniendo constante el saldo de deuda externa en US\$ 11.686 millones, lo que

supone un endeudamiento externo neto de cero. No sobra decir que el ejercicio se completa valorando esa deuda a la tasa de cambio observada y a la requerida para mantener el ITCR constante desde 1996 (gráfico 3).

De este ejercicio se puede concluir, en primer lugar, que las fluctuaciones en la tasa de cambio y en el producto habrían hecho que el saldo de la deuda total pasara de representar 21.7% del PIB en 1996 a 42.6% en 2002⁶, y que este valor hoy representaría tan sólo 39% del producto⁷.

Gráfico 3
Saldo de deuda como porcentaje del PIB suponiendo endeudamiento externo nulo.



Fuente: Asobancaria

En segundo lugar, se puede deducir que si la economía colombiana hubiera crecido permanentemente al 4%, la deuda total habría pesado 6.9% del PIB menos en 2002 y 6.3% menos en el primer trimestre de 2005.

Finalmente, en este ejercicio se puede observar que si la economía hubiera crecido mas y que si la tasa de cambio real se hubiera mante-

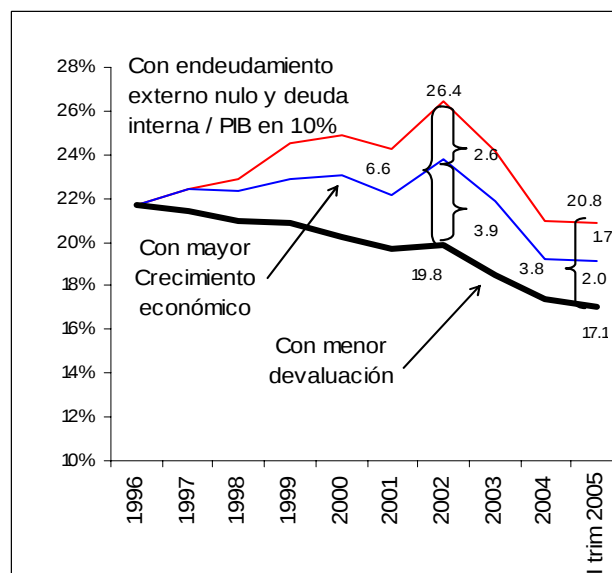
⁶ Producto de la fuerte devaluación y del menor crecimiento que registró el país durante ese período.

⁷ Como consecuencia del mayor crecimiento y la revaluación que el país ha experimentado desde 2003.

nido constante, al suponer endeudamiento externo neto nulo, el saldo de la deuda tan sólo habría representado 31.8% en 2002 y 30.7% en el primer trimestre de 2005.

Para completar el análisis, y con la idea de aislar adicionalmente el efecto que produjo el endeudamiento interno que pasó de representar 10% del PIB en 1996 a 28.2% en el primer trimestre de 2005, se hará un último ejercicio con un supuesto aún más fuerte que el anterior: un endeudamiento externo neto de cero y un saldo de deuda interna que permanece constante en el equivalente a 10% del PIB en todos los casos. Aunque este último escenario no deja de ser hipotético, refleja una situación en la que el gobierno se ajusta logrando hacer un roll over del 100% de su deuda externa y alcanza un balance primario necesario para estabilizar la interna como porcentaje del PIB.

Gráfico 4
Deuda como porcentaje del PIB suponiendo endeudamiento externo nulo y deuda interna constante en 10% del PIB.



Fuente: Asobancaria

Como se puede apreciar en el gráfico 4, bajo este supuesto la deuda habría pasado de 22 a 26.4% del PIB entre 1996 y 2002, siendo, en

este ejercicio, la devaluación la causante de dicho efecto y posteriormente, como resultado de la apreciación del peso, se habría ubicado en 20.8% del PIB en la actualidad.

Finalmente y si se observa el escenario con menor devaluación y mayor crecimiento, el total de la deuda habría disminuido hasta ubicarse en el equivalente a un 17.1% del PIB.

Comentarios finales

Como se puede concluir del análisis anterior, un mayor ajuste en el nivel de deuda como el deseado por nuestras autoridades económicas, requiere de la ejecución de políticas integrales que impulsen el crecimiento económico y que propendan por la estabilidad macro, básica para cualquier economía.

La principal de estas políticas y que solucionaría el problema de raíz está relacionada con la reducción de las necesidades de financiamiento que debe derivarse del ajuste de las finanzas del sector público.

A pesar de los efectos favorables que ha producido la apreciación del peso de los últimos dos años sobre la relación de deuda a PIB, y debido a los efectos desfavorables que puede generar una revaluación persistente de la tasa de cambio sobre la actividad económica, creemos en la conveniencia de las intervenciones del Banco de la República en el mercado cambiario. En nuestro concepto estas deben continuar realizándose pero en su justa medida, es decir sin atentar con estabilidad de los precios y sin poner en tela de juicio la independencia del Banco.