

se busca refugio

9

DANIEL NIÑO

Inversor Consulting

Correo electrónico: DANIELNINO@mibbva.com

resumen / abstract

El análisis fundamental es una de las herramientas más reconocidas para hacer previsiones de los futuros desarrollos de los mercados financieros. En este análisis se estudian el más cercano panorama de los flujos internacionales hacia los mercados emergentes, las incógnitas más relevantes del contexto externo para Colombia y de las variables que pesan relevantemente en la evolución del dólar, la deuda pública local y los bonos yankees.

The fundamental analysis is a recognized powerful tool to forecast the expected developments of financial markets. Under the following analysis, key events as international flows to emerging markets, uncertainties and risks of foreign variables influencing Colombia and local economic and political agenda that have a significant effect over the local currency and the bonds markets are studied.

Va mes y medio del segundo semestre del año y es hora de admitir que el primer semestre del año fue mucho mejor de lo esperado para casi todas las economías latinoamericanas, para la deuda soberana emitida en moneda extranjera, para los flujos de capitales hacia la región y el comportamiento económico. En el caso colombiano se dieron todas las anteriores circunstancias. En Colombia era un semestre que tenía grandes interrogantes sobre el comportamiento de las exportaciones cuando Venezuela estaba en una prolongada crisis política, cuando se tenía acceso limitado a recursos externos, la industria no mostraba una tendencia de recuperación sostenida y la construcción era apenas la gran apuesta del gobierno.

Hoy se observa que la tendencia alcista de la inflación está controlada y que incluso ha cedido aun cuando falta mucho para la meta del 6,5% re-pactada con el FMI. El crecimiento del primer trimestre fue muy superior al esperado y hay riesgo hacia un mayor crecimiento de lo esperado inicialmente por los mercados y analistas gracias al excelente comportamiento de las incógnitas mencionadas arriba. A su vez el país sigue teniendo una estrecha colaboración de Estados Unidos en lo militar y económico para lograr, a mediano plazo, su estabilidad y viabilidad económica y política.

Sin embargo, no son pocos ni pequeños los riesgos que rondan el entorno económico y político en el segundo semestre del año. Por eso he titulado este informe de panorama "Se busca refugio". Algunos de esos riesgos (déficit fiscal) mantienen un escenario de vulnerabilidad del país y otros son relativamente nuevos o parecían haber sido superados (contexto de Brasil). Lo clave es que para el segundo semestre aparece una evidente fragilidad para los mercados dados los cambios coyunturales intersectoriales.

En el primer semestre hubo una propicia coyuntura internacional para la región, para los activos de renta variable y renta fija que de unas semanas hasta la fecha parece estar modificándose y volver a poner en primer plano varios

problemas que para los mercados financieros y la economía marcarán una evolución diferente en lo que resta del año.

I. lo que atrás está quedando

Los riesgos de una deflación en Estados Unidos que afectase la confianza del consumidor, la variable de mejor comportamiento de la economía desde que se inició la crisis económica en marzo del 2001, llevó a la FED a prolongar y profundizar su visión bajista de los tipos de interés del dólar durante el primer semestre; la política Bush de hacer una política fiscal expansiva pronosticaba un hueco fiscal de Estados Unidos cercano a 250 billones de dólares lo cual junto con la guerra en Iraq aconsejaba buscar más seguras alternativas de inversión; y por último, la dependencia de la economía japonesa y del sector corporativo inglés y alemán de la economía americana. Levaron a que las rentabilidades de la renta fija de los países desarrollados tanto soberana como corporativa no fueran una alternativa rentable muy diferente de inversión y se hablará repetidamente en los últimos seis meses de una posible burbuja en la renta fija americana (2000-2003) similar a la burbuja de la renta variable (1998-2000).

Por otro lado, el castigo que sufrió la deuda de países emergentes en Latinoamérica en el segundo semestre del año pasado hizo que las rentabilidades de la misma fueran cada vez más atractivas de cara al 2003.



evolución renta fija

Título	Hace un año	Inicio 2003	Primer trimestre	Hoy
US Treasury 5Y	4%	3%	2,25%	3,45%
US Treasury 10Y	4,80%	4%	3,3%	4,5%
US Treasury 30Y	5,55%	4,7%	4,3%	5,4%
EMBI+ ** *	995	759	539	529
Brasil *	2.284	1439	788	808
Colombia *	938	640	448	458

* Son Spreads o primas de riesgo de rentabilidad que se pagan por la deuda soberana emitida en USD. Si hace un año el US Treasury 10 años rentaba 4,80% y el spread de Brasil era de 2.284, la rentabilidad que Brasil debía ofrecer para su título a 10 años por tener mayor riesgo que Estados Unidos era de 27,64% $((480+2284)/100)$, hoy sería de 12,58% $((450+808)/100)$.

** Es el Índice que compone la deuda de países emergentes emitida en moneda extranjera hecho por JPMORGAN como benchmark, ideal o de referencia para componer portafolios de renta fija y por el cual se guían inversores institucionales.

En la Tabla se puede observar como las rentabilidades de los treasuries americanos eran cada vez menos atractivas, venían bajando desde el año 2000¹. Por ejemplo en diciembre de 2000 la rentabilidad del US Treasury 30 años era de 6,5% cuando se inició la desaceleración de la economía americana y sólo habían tenido una acentuada caída similar en sus rentabilidades con los hechos del 11 de septiembre del 2001. Sin embargo, hacia finales del primer trimestre y

¹ Por ejemplo en Diciembre de 2000 la rentabilidad del US Treasury 30 años era de 6,5%.



mediados del segundo llegaron a niveles muy inferiores a los hechos del 11-09. Por el contrario, las primas de riesgo de las emisiones de deuda de los países latinoamericanos había sufrido la crisis de Argentina 2000-2001 y la crisis de Brasil 2002, por tanto, tenían rentabilidades muy atractivas que ofrecer a los inversionistas en el 2003.

Aunque las alarmas de una deflación no se han apagado, el hecho que a estas alturas el hueco fiscal americano ya esté en más del doble de lo previsto inicialmente (565 billones USD) ha hecho que el gobierno haya abandonado una política de dólar fuerte o nonexa refugio y los mercados hayan castigado la deuda soberana de Estados Unidos haciéndola para este segundo semestre más atractiva. A su vez, la sorpresiva consolidación de la recuperación de las bolsas y la reacomodación de carteras y flujos de inversión de renta fija a renta variable, llevaron nuevamente a que las rentabilidades de los Treasuries retomaran a niveles similares a los de hace un año y que hubiese un claro cambio en la tendencia de los últimos tres años de la renta fija de los países desarrollados. Es más, el comportamiento de las bolsas en los últimos meses y el retorno de rentabilidades más altas estarían anticipando la recuperación del crecimiento en Estados Unidos lo cual indicaría que el dólar a los actuales niveles contra el euro, el franco suizo, la libra esterlina y, en general, estaría barato.

Las implicaciones para la región Latam desde la perspectiva de flujos de capital y comportamiento de la deuda soberana serían negativas. Es decir, así como la evolución de la deuda emergente en el segundo semestre del 2002 ayudó a aprovechar la coyuntura este año de la deuda soberana de países desarrollados; la excelente y positiva evolución de la deuda emergente en el primer semestre del año la haría menos interesante en tanto la deuda de países desarrollados se torna más apetecida.

En parte algo de esto ya ha estado sucediendo. No coincidentalmente en mayo se registró el más fuerte ingreso de capitales a Estados Unidos, en particular a los activos en renta fija desde 1996 y en junio y julio los fondos de mercados

emergentes de deuda experimentaron salidas de capital. En buena parte por ello se observa el repunte leve de los *spreads* de riesgo de la deuda de Brasil y Colombia con respecto a hace casi tres meses. En lo que va corrido del año han ingresado flujos netos a los fondos de deuda de países emergentes, pero el comportamiento registrado en los últimos meses indica que hay una importante tendencia a disminuir los saldos en deuda e incrementar los saldos en renta variable de los mercados emergentes.

La rentabilidad de Latinoamérica en lo corrido del año es sobresaliente, pero en la primera semana de agosto perdió algo de fuelle, casi en 4% su rentabilidad en tanto otras regiones mantuvieron positivo su cambio.

Región	A julio 31 de 2003	A agosto 8 de 2003	Cambio absoluto
IFCI Latin America	29,6%	25,8%	-3,8%
IFCI Asia	22,7%	23%	0,3%
IFCI Europe / Middle East	19,2%	20,4%	1,2%
EMBI+	16,2%	13,2%	-3%

IFCI: International Finance Corporation

Las implicaciones que ello tiene sobre Colombia no son pocas. Por un lado, una parte importante de los inversionistas en deuda soberana en moneda extranjera son los fondos de pensiones domésticos. Ante este panorama cabría esperarse, de hecho ha sido así, que haya una recomposición de sus portafolios saliendo de papeles de plazos largos en dólares a papeles cortos en dólares y en pesos. En el muy corto plazo la parte de la recomposición que se destina a deuda soberana en moneda local generaría una presión sobre el dólar a la baja, así como

de las rentabilidades internas. Pasada la recomposición de flujos las rentabilidades internas volverían a ajustarse con diferenciales de rentabilidad interna-externa razonables y el peso podría hallarse bajo gran presión si se genera un espiral de crisis de confianza entre la deuda en moneda extranjera y a tasa de cambio. Como veremos más adelante ese riesgo no se debe descartar.

II. póngale ojo a Brasil

Brasil tiene una incidencia para lo bueno y para lo malo con Colombia. Brasil es un "leading indicator" sobre muy probables evoluciones de los mercados en Colombia. La razón no es por la importancia del comercio bilateral, es decir, no es por el sector real sino por el sector financiero.

Brasil es un gran referente para los mercados emergentes globales como los latinoamericanos. Lo es porque muchas decisiones de los flujos hacia estos mercados se hacen observando el panorama en Brasil. Ya comentamos antes que una parte de los flujos nuevos o su recomposición está dirigiéndose a renta variable. Se puede observar la correlación de Brasil con Estados Unidos, es decir el vaso comunicante entre mercados emergentes y desarrollados.



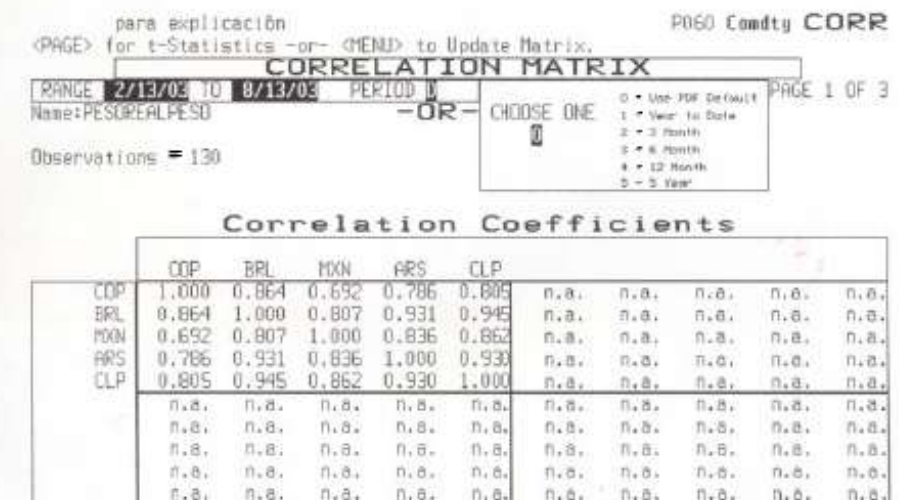
Fuente: Reuters Graphics

Aquí vemos la dinámica entre el índice de la bolsa de Sao Paulo (BOVESPA) y el índice Low Jones. Se ve desde abril a las bolsas repuntando y consolidando el repunte.

Por su tamaño económico o aporte a la economía mundial, por su volumen de deuda en moneda extranjera, por la participación de inversionistas institucionales extranjeros en la tenencia de dicha deuda, por sus principales socios comerciales en la región, Brasil pesa más de una tercera parte en el Índice EMBI Latam (portafolio de deuda soberana de Latinoamérica), casi más de 4 veces lo que pesa

Colombia. Si adicionalmente ambas economías tienen un historial similar en los últimos años de bajo crecimiento económico, alto nivel de endeudamiento respecto al tamaño de la economía, gran dependencia de los mercados externos de bienes y capitales, etc; entonces difícilmente lo que decidan los inversores institucionales internacionales sobre Brasil será diferente o sustancialmente inverso sobre Colombia y ello se verá en los precios de los activos de los mercados financieros colombianos.

En los últimos 130 días de mercados, la correlación entre las monedas de Argentina, Chile, Colombia, respecto al real de Brasil lo deja claro.

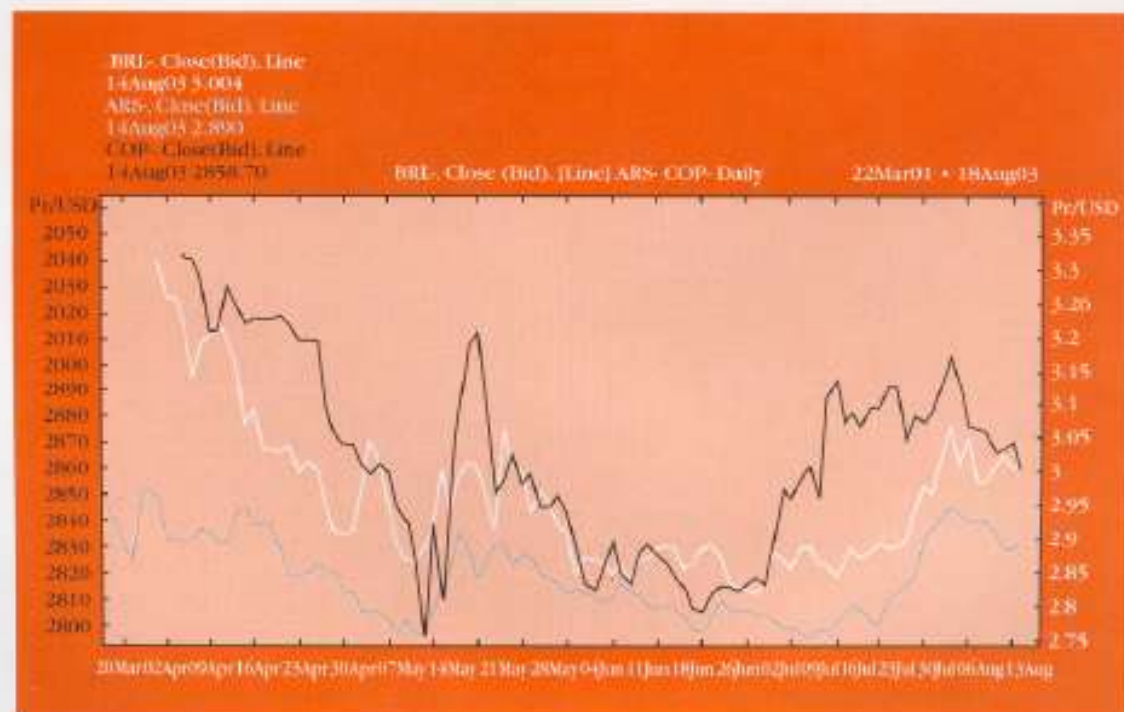


Batavia 61 2 977 8508 Brazil 5511 2048 4508 Europe 44 20 7220 7500 Germany 49 49 90416
 Hong Kong 852 2277 4000 Japan 81 3 3001 8990 Singapore 65 6212 1090 9.5 1 312 319 2000 Copyright 2003 Bloomberg L.P.
 0425-29-1 13-Aug-03 19:10:23

Fuente: Bloomberg

La correlación del peso colombiano es de .864, la correlación con peso argentino es de .931 y la correlación con el peso chileno es de .945. Pasado el T test estadístico de las correlaciones todas son significativas.

Es decir, dado el proceso de devaluación del real brasileiro el año pasado cercano al 45%, el peso se devaluó casi un 26%. Y este año a partir de mediados de febrero la revaluación del peso ha sido muy consistente con la revaluación del real así como varios sobresaltos o rebotes de tendencia.



Fuente: Reuters Graphics.

A su vez la correlación de la deuda soberana en moneda extranjera colombiana (Yankees) y la deuda soberana brasileira en moneda extranjera (Globals) ha sido igualmente importante.

En los últimos 50 días de mercados, los 10 años tienen una correlación de 942, siendo muy significativa. Las referencias cortas no tienen tanta correlación por lo explicado anteriormente de la recomposición de portafolios de los fondos de pensiones colombianos.

La coyuntura de Brasil en lo que resta del año está marcada por tres principales aspectos:

- La coyuntura económica y la evolución de las tasas de interés del Banco Central.
- La composición de la deuda interna y swaps de la externa dentro de la coyuntura de liquidez mundial.
- Las reformas de la seguridad social y la coyuntura política de Lula con el Parlamento.

Las tres tienen un impacto muy grande en la sostenibilidad de la deuda en Brasil, la razón deuda como porcentaje del PIB y, por ende, del riesgo soberano. La situación económica marca el crecimiento del PIB, el cual es necesario para repagar la deuda; el segundo marca la posibilidad de blindaje de las finanzas públicas ante evoluciones en la tasa de cambio o la exposición de las mismas ante "shocks" externos, y la tercera evidencia la posibilidad de generar, a través de reformas, flujos de caja positivos en las cuentas públicas para el pago de la deuda.

Si, por ejemplo un país crece, pero igual tiene un déficit primario (cuentas fiscales sin pago de deuda), tendría que endeudarse para financiar su funcionamiento e inversión. Si adicionalmente ya tiene deuda y tiene que pagarla, tendría que endeudarse para su funcionamiento, inversión y el pago de su deuda. De tener

superávit primario, sus finanzas públicas financiarían su funcionamiento e inversión y habría que observar si alcanzan para el repago de deuda o si esto se hace con más deuda. En este último caso, la urgencia sería reestructurar la deuda para darle sostenibilidad a las finanzas públicas a mediano plazo.

a. coyuntura económica:

Los datos reportados recientemente no son muy buenos. La economía creció un 2% en primer trimestre y se espera que el crecimiento del segundo trimestre haya sido también 2%. Inicialmente se esperaba un crecimiento del 0,2% y -0,3% en el tercer y cuarto trimestre del año, pero Standard & Poo's ya ha públicamente anunciado que revisará sus pronósticos a la baja. El crecimiento estaría por debajo del 1,5% del año pasado. En julio y comienzos de agosto hubo varios datos poco halagadores.

La capacidad instalada utilizada del sector industrial de la ciudad de São Paulo mostró una lectura para julio de 78,7%, por debajo de las lecturas de 80,2% en junio y 81% en mayo. El índice de precios de la ciudad (FIPE) mostró una deflación del 0,8% mes a mes, la segunda lectura negativa del año.

A finales de la primera semana de agosto se publicó la producción industrial de Brasil, el resultado fue -2,6% mes tras mes y -2,1% año tras año, el resultado más pobre desde noviembre del 2001. Técnicamente como son ya dos trimestres con lecturas negativas se considera que la producción industrial está en recesión. Las ventas del comercio se contrajeron -5,37% mes tras mes en junio y acumularían una caída del -5,57% en lo que va del año, el peor resultado desde que se creó la serie en enero del 2001.

El Banco Central redujo ya 150 p.b la tasa de interés Selic el 25 de julio y el mercado descuenta unos 100 p.b a 150 p.b más el próximo 20 de agosto. En

todo caso el presidente del Banco Central ha hablado de una política gradual de reducción de tasas y es más probable que sean 100 p.b. La reducción interanual del índice de precios de Brasil del 16,57% en junio a 15,4% en julio vendría soportando la política de recortes de tipos de interés.

Las implicaciones del pobre crecimiento económico son dos: por un lado que la deuda como porcentaje del PIB que decreció en el primer semestre de 56,7% a 55%, volvería a subirse, como de hecho ya lo mostró en la última lectura de 55,4%, siendo una tara en la calificación del riesgo soberano y manteniendo a los mercados muy alerta; y por otro, que los recortes de tasas del banco para reactivar la economía en el corto plazo y su lectura sobre el real brasileño no es clara. Lo más probable es que a mediano plazo lo debilitaría. Los pronósticos del real brasileño para la segunda parte del año son de 3,15 para el tercer trimestre y 3,35 para final de año. Es decir una variación con respecto al cierre del viernes 15 de agosto de 5,35% para el primero y de 12,04% para el segundo. Aunque de ser así el real brasileño estaría por debajo del 3,54 cor que cerró el 2002 y por tanto seguiría revaluado, su impacto con respecto al cierre del primer semestre de este año en el costo del servicio de la deuda y del saldo de la deuda, tanto la interna indexada a dólares como la externa, sería una subida en el saldo total de la deuda como porcentaje del PIB.

Por último, el año pasado la devaluación del real del 45% incidió en la devaluación del 26 % del peso colombiano así como el mes pasado la devaluación del real brasileño de 4,3% incidió en una devaluación del 3,7% del peso argentino y del 2,6% de peso colombiano.

b. deuda interna y swaps de deuda

Desde el mes de junio las autoridades de Brasil optaron por cambiar la política de "roll-over" de la deuda interna indexada a dólares. Esta deuda que es

de pronto vencimiento, se podía hasta junio de este año prolongar a su vencimiento por un período de tiempo igual al anterior. Es decir, un papel a 60 días podía a su vencimiento prolongarse por otros 60 días de acuerdo con las condiciones de mercado a su vencimiento según subasta.

Con el cambio de política las autoridades determinarían el porcentaje de la deuda que vence indexada a dólares que se prolongará y el restante de recursos vencidos tendrían que buscar otros papeles no indexados al dólar para ser invertidos. La razón de dicha política es ir eliminando la exposición de la deuda doméstica a "shocks" externos, mejorar el perfil de crédito para las calificadoras y en últimas evitar los contagios que hubo el año pasado entre el saldo de deuda interna como porcentaje del PIB dada la devaluación del real.

evolución de la participación de las modalidades de deuda en la deuda doméstica

Cierre	Indexada dólar	Interés variable	Interés fijo	Indexada inflación	Otras
Dic-96	10%	20%	57%	3%	10%
Dic-99	20%	50%	15%	7%	8%
Dic-02	57%	33%	4%	14%	2%
Junio 2003	28%	59%	2%	14%	1%

Fuente: Bacen.

El 28% actual incluye FX Swaps y llegaría a cerca de 57 billones de dólares. Según un estudio del BBVA la sensibilidad en el saldo de deuda estaría expuesta al dólar según el porcentaje de "roll-over" que se determine.

valor presente saldo proyectado según Roll-Over

Fecha proyectada	80%	60%
Agosto 2004	63 billones	53 billones
Febrero 2005	61 billones	49 billones

En principio si el real brasileño cerrara el año cerca de donde cerró el viernes y el Banco Central decidiera sólo prolongar el 80% de los vencimientos, el saldo de deuda indexada al final del 2003 sería de 61,5 billones en tanto que de cerrar el real a 5,4 sería de 70 billones. Con las mismas cifras, pero sólo prolongando el 50% de los vencimientos el saldo de deuda al final del año sería de 58 billones y 66 billones respectivamente.

La política de ir reduciendo el saldo de deuda interna indexada a dólares es consistente con una prolongación de la política de bajos tipos de interés a nivel internacional. De ser así, la disponibilidad de liquidez debería ayudar a soportar la política del Banco Central de Brasil. Sin embargo, como se mencionó arriba la renta fija de países desarrollados ha retomado precios que la hacen nuevamente atractiva, eso sin que el FED o el Banco Central Europeo hayan hecho comunicados respecto a problemas inflacionarios o que hayan desaparecido los riesgos de deflación ni que existan pronunciamientos sobre sesgos alcistas de los tipos de interés de referencia.

En ese orden es comprensible la presión que sufrió el real a finales de julio y comienzos de agosto. Por un lado, Brasil quiso hacer un Swap de deuda y conseguir nuevos recursos cambiando bonos Brady por bonos Global 2011 y 2024 y emitiendo un re-opening de C Bonds, pero la subasta no fue buena porque los inversionistas no sugirieron precios atractivos para el gobierno de Brasil. Ante el fracaso de la subasta, el real se devaluó casi un 5% en una semana. Con el real

bajo presión el Banco Central de Brasil decidió que sólo el 11,3% de los papeles de deuda interna indexados a dólares que vencían el 14 de agosto serían prolongados, mostrando una política muy agresiva de reducción de la deuda indexada y comunicando al mercado su nerviosismo por la suerte del real. Ello a su vez puso en alerta los mercados que entendieron el mensaje de las autoridades y generó una presión adicional sobre la moneda.

En lo queda del año será importante estar atentos a la liquidez mundial disponible, que parece ir en declive, para Swaps o para la emisión de nueva deuda. Lo mejor que el Banco Central podría hacer es establecer una política única de porcentajes de prolongación o renovación de deuda indexada, pues de lo contrario manejando una política discrecional para cada subasta, estaría comunicando en cada una de ellas sus percepciones sobre el real y actuando según la coyuntura. Ello introduciría más volatilidad y nerviosismo en los mercados.

De ser exitosa la política de reducción de deuda indexada en dólares no sería raro que Brasil fuera objeto de una mejora en su calificación de riesgo soberano en estos meses. Sin embargo, no es de esperarse que ello se traduzca en un real, apreciándose por la política de reducción de tasa de interés que se espera hasta finales de año. El 1 de septiembre se inician los vencimientos de cerca de 950 millones de dólares de deuda interna indexada y habrá que estar expectante sobre los desarrollos de la política aplicada y sus impactos cambiarios.

c. las reformas y la coyuntura política

Brasil logró un superávit acumulado de 3,3% del PIB en el primer trimestre, superior al 3,2% del primer trimestre del 2002 y logró en el segundo trimestre del año aumentarlo a 3,9%, pero el gobierno mismo se ha trazado la meta ambiciosa de llevarlo hasta 4,25% para el 2004. En dicha lucha uno de los problemas

recurrentes y que viene en aumento es el déficit de la seguridad social, el cual para el primer trimestre del 2002 era de 1,1% del PIB y que en el primer trimestre del 2003 llegó a 1,5%.

Por eso el gobierno presentó al Congreso un proyecto de reforma de seguridad social. Los mercados siguen de cerca los desarrollos de la iniciativa que de ser del todo aprobada estaría saliendo del Congreso hacia noviembre. Ya inició su trámite, no sin varias trabas. Para su primera aprobación se requería 300 votos de los 500 posibles y logró 356. El resultado no fue tan favorable si se tiene en cuenta que el gobierno creía contar con 400 votos de entrada y para no poner en riesgo la votación tuvo que ceder en cuanto ambiciosa debía ser la reforma.

A partir del 20 de agosto debe surtir el segundo trámite y si bien nadie cree que la iniciativa se caiga, los analistas políticos y de mercado saben que habrá a lo largo de ésta y las demás aprobaciones debates que pueden minar más el alcance de la reforma.

Las expectativas para el segundo semestre en este sentido serán las de una actividad política agitada y, por tanto, traerán a lo largo del segundo semestre volatilidad en la tasa de cambio y en la evolución de la deuda soberana de Brasil.

Nuevamente el impacto para Colombia sería que parte de dicha volatilidad se tradujera al mercado colombiano de deuda soberana y de tipo de cambio. Aunque está descartado a una crisis de confianza política similar a la del año pasado, los hechos puntuales de la aprobación de la reforma se sentirán en Colombia y en la región.

III. nuestros propios asuntos de casa

El segundo semestre de país va a ser interesante y sin duda difícil, probablemente diferente al primer semestre. Aunque en los últimos años el gobierno, el país y la opinión han tenido muchas nubes y sombras sobre el futuro inmediato y a mediano plazo (como lo fue durante dos años el proceso de paz, la reactivación económica, los ajustes fiscales y los procesos electorales) pocas veces había una agenda política con tanto impacto para los mercados financieros.

El rumbo de este semestre estará jugándose en:

- El referendo del 25 octubre,
- El ordenamiento de las finanzas públicas,
- La reestructuración de deuda.

Los tres tienen que ver con la sostenibilidad de las finanzas públicas pero los dos primeros están cargados de un juego político ambicioso nada fácil de lograr ni mucho menos poco riesgoso para el gobierno. En ese sentido cabe esperar cuando menos hechos a los que el mercado seguirá muy de cerca y traerán volatilidad tanto del peso-dólar como de la deuda soberana.

a. el referendo

Cuando el referendo salió de la Corte los mercados locales pasaron la noticia sin inmutarse. Algunos analistas políticos y económicos dieron por hecho que la noticia estaba descontada por adelantado y que sólo si el referendo hubiese sido rechazado por la Corte Constitucional se habría desatado una noticia de implicaciones

económicas y políticas. Otros más creyeron que concluida la etapa de la Corte el proceso apenas comenzaba. Esa última versión es la menos oficial y la que menos se ha comentado como posible.

Si bien hay cierto triunfalismo en cuanto a la aprobación del referendo el clima empieza a tornarse más interesante y menos evidente. Públicamente son pocos quienes opinan contra el referendo, pero curiosamente entre más se acercan las elecciones locales y la fecha del referendo, públicamente también escasean quienes opinan a favor.

El referendo tiene dos grandes temas económicos. La eliminación de pensiones especiales y la congelación de los salarios públicos por dos años. En un principio uno de los temas, lo cambió la Corte, era la prolongación por un año del periodo de alcaldes, gobernadores, concejales y diputados elegidos en el año 2000. Muchos analistas resaltaron que aquellos elegidos hace unos años serían los jefes de campaña y debate del referendo, pues de por medio estaba la prolongación de su mandato. Este análisis era incompleto, de por medio estaba que, en caso de celebrarse elecciones locales este año, el referendo se quedaba algo más que huérfano, pues los nuevos aspirantes difícilmente podrían promoverlo.

Si uno acepta y tiene en cuenta que el gobierno Uribe no ha dado al Congreso burocracia en entidades del orden nacional en el último año y que el único fortín electoral ha sido la burocracia local, entonces comprende la complejidad del problema o el costo político del mismo. En muchas ciudades y zonas del país donde precisamente faltan fuentes de empleo, el empleo público y el Estado pesan mucho. El referendo tiene un alto costo político en la burocracia de las entidades públicas locales y en el panorama político local. A su vez en Bogotá pesa mucho la burocracia pública por ser capital de la República y tener la concentración de entidades del orden nacional y manejar gran parte de la nómina estatal.

Los políticos lo saben. En las elecciones de octubre 26 los congresistas ayudarán a la elección de las autoridades locales que luego en dos años y medio los elegirán a ellos. Este padrazgo político con o sin cacicazgo es una realidad del juego político del país, incluso podría ir más allá como en el padrazgo para las candidaturas presidenciales para dentro de tres años (caso Lozano-Peñalosa).

Si se mira en las pasadas elecciones de Senado a los 20 primeros senadores elegidos por votación se observa algo de la concentración de la votación de un candidato en una sola región del país y permite comprender la dimensión política de lo que está en juego en octubre para muchos congresistas:

Senador	Porcentaje*	# Departamentos o Regiones del %	Mayor Votación en 1 Región*
Luis A. Ramos	80%	1	80%
Antonio Navarro W.	72%	4	41%
Gerrón Vargas LL.	66%	4	48%
Samuel Moreno B.	67%	2	34%
Carlos Gaviria D.	76%	4	39%
María Uribe	88%	3	68%
Juan M. López	91%	1	91%
Jaimé Dussán C.	66%	8	19%
Omar Yepes A.	72%	3	61%
Efraín Cepeda S.	81%	4	58%
José Darío Salazar	75%	3	39%
Jesús Piñacé	66%	3	31%
Oscar I. Zuluaga	84%	3	62%
Luis A. Gil	73%	3	52%
Alexandra Moreno	53%	4	24%

Senador	Porcentaje*	# Departamentos o Regiones del %	Mayor votación en 1 Región*
Enrique Gómez H.	74%	5	36%
Álvaro Araujo	77%	2	58%
Luis G. Vélez	85%	3	63%
Vicente Blei S.	81%	5	64%
Carlos A. García	67%	3	48%

Fuente: Registraduría Nacional.

* El porcentaje es sobre el 100% de votos recibidos por cada candidato.

No son pocos los congresistas y candidatos hoy en día que en privado opinan que el gobierno se equivocó juntando día de por medio la votación del referendo con las elecciones locales. En los pasillos del Congreso se sabe que no se está haciendo campaña en las regiones por el referendo y que los candidatos para los cargos locales tampoco lo están haciendo. Es un tema que quedará en manos del Presidente y los ministros. Tal vez por ello la estrategia para movilizar la opinión será vender la idea del enorme y grave revés político en cabeza del Presidente tras haber actuado con mano firme tomando riesgos y decisiones complejas gracias a su popularidad. Podría llegar a asociarse que si los colombianos quieren que siga tomando esas decisiones riesgosas y complejas deberían salir a votar el referendo como una manifestación de apoyo incondicional a sus políticas.

Que el Presidente y sus ministros salgan a ser los jefes del referendo abre otros riesgos que más adelante veremos, como la ambiciosa agenda legislativa que incluye la re-organización de las finanzas públicas.

De momento hay cuatro hechos muy recientes que validan este análisis del referendo:

1. El ambiente de rechazo a las medidas económicas del referendo por parte de los gobernadores actuales en la pasada cumbre con el Presidente.
2. La probable decisión del Partido Liberal a abstenerse o promover el No en el referendo.
3. Las declaraciones del presidente del Senado, de filiación política del Presidente, en el sentido que se devolvía el presupuesto de la nación presentado por el gobierno porque tenía partidas que daban por hecho que el referendo salía adelante cuando aún no era un hecho consumado.
4. La fuerza en intención de voto que ha registrado Luis E. Garzón para la alcaldía de Bogotá, promotor abierto de la abstención al referendo.

El impacto en los mercados financieros de vislumbrarse una derrota del referendo no es pequeño. Se pueden estimar los daños, desde la gobernabilidad misma que desde hace años no se veía en el país y ha sido un motor de confianza hasta las implicaciones para las finanzas públicas que llevarían al debilitamiento del peso y la caída de los precios de los bonos internos y externos.

Desde hace varios gobiernos y, por ende, varios años, los ajustes fiscales, las reformas tributarias, el "downsizing" del Estado han hecho parte de las dificultades de la política pública. El dolor y lágrimas y la olla raspada han sido recurrentes y tanto el saldo de deuda, como la proporción en términos del PIB, así como el porcentaje en el presupuesto para el servicio de la misma hacen entrever que se requiere una salida permanente del problema. Según cifras oficiales del gobierno el referendo generaría un ahorro de 1,3% del PIB en el 2004 y de ahí en adelante de manera permanente un ahorro de 0,8% anual.

Como margen de maniobra por unos años y para detener el empeoramiento de la situación fiscal, el gobierno se trazó dos años de congelamiento de los salarios públicos así como la eliminación de los regímenes especiales de pensiones. Sacarlo más adelante por la vía legislativa del Congreso sería difícilísimo por las razones antes expuestas y porque denotaría a un gobierno sin el apoyo popular

que tanto hoy se le reconoce, a su vez entraría a hacer trámite cuando más bajo sería el poder del Presidente ante los congresistas.

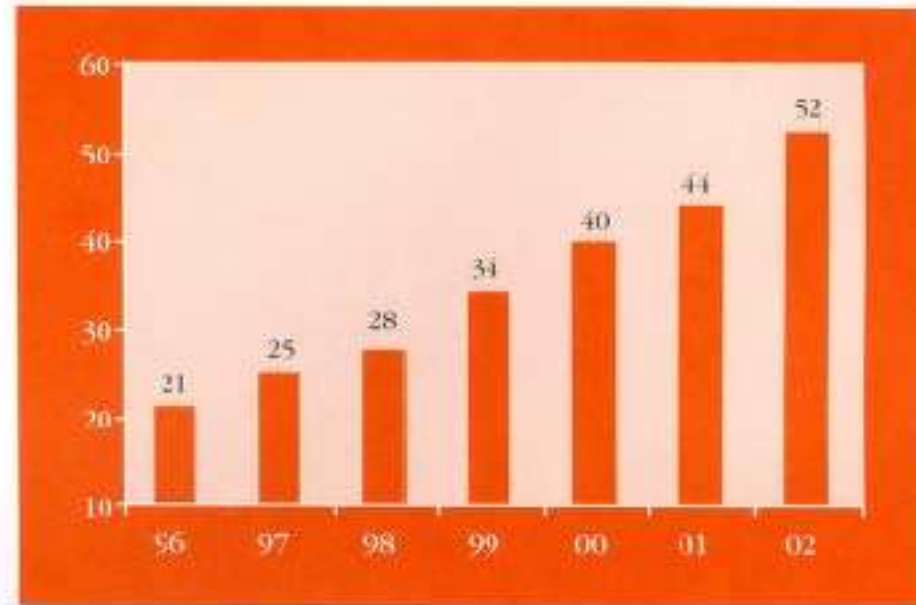
Una derrota del referendo haría que el rubro de inversión del presupuesto del 2004 se redujera sustancialmente de sus ya bajísimos niveles y que el IVA del 2005 se adelantara al 2004. Ambos tendrían efectos en el corto y mediano plazo en las perspectivas de crecimiento económico del país, la generación de empleo y la deuda como porcentaje del PIB.

b. el re-ordenamiento de las finanzas públicas

El tema detrás del ordenamiento fiscal del país es el de la viabilidad fiscal y económica de las finanzas públicas y, por ende, el de la sostenibilidad de la deuda. Por un lado en 10 años el país lleva 11 reformas tributarias con un ascendente y estructural déficit fiscal. Por lo tanto en el mismo lapso de tiempo la deuda como porcentaje del PIB no ha cesado de crecer.

Año	Superávit/ Déficit Fiscal Consolidado % PIB
1992	-1,8%
1993	0,8%
1994	0,1%
1995	-0,9%
1996	-2,8%
1997	-4,3%
1998	-3,3%
1999	-4,9%
2000	-3,2%
2001	-3,15%
2002	-3,6%
2003	-2,6% E

deuda como porcentaje del PIB



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Hay varias razones que explican dicho comportamiento. Principalmente el país no logra cubrir sus gastos de funcionamiento e inversión con sus ingresos y suele acudir a deuda para pagar sus gastos corrientes y los vencimientos de anteriores deudas, así como los intereses de las obligaciones.

Así si el presupuesto del 2003 tiene gastos de funcionamiento e inversión por 42.2 billones de pesos y los ingresos corrientes del gobierno central son de 32.2 billones de pesos, queda un saldo negativo por casi 10 billones de pesos. Parte de ese saldo negativo se cubre con utilidades de las entidades descentralizadas, que para el 2003 se estimaron en 4.2 billones de pesos. El déficit fiscal al final del año sería de casi 6 billones de pesos o 2.6% del PIB. Las utilidades del Banco

de la República del 2002 se usaron para financiar los costos de las reestructuraciones de las entidades descentralizadas en el 2003 como Telecom, ECOPEPETROL y el ISS.

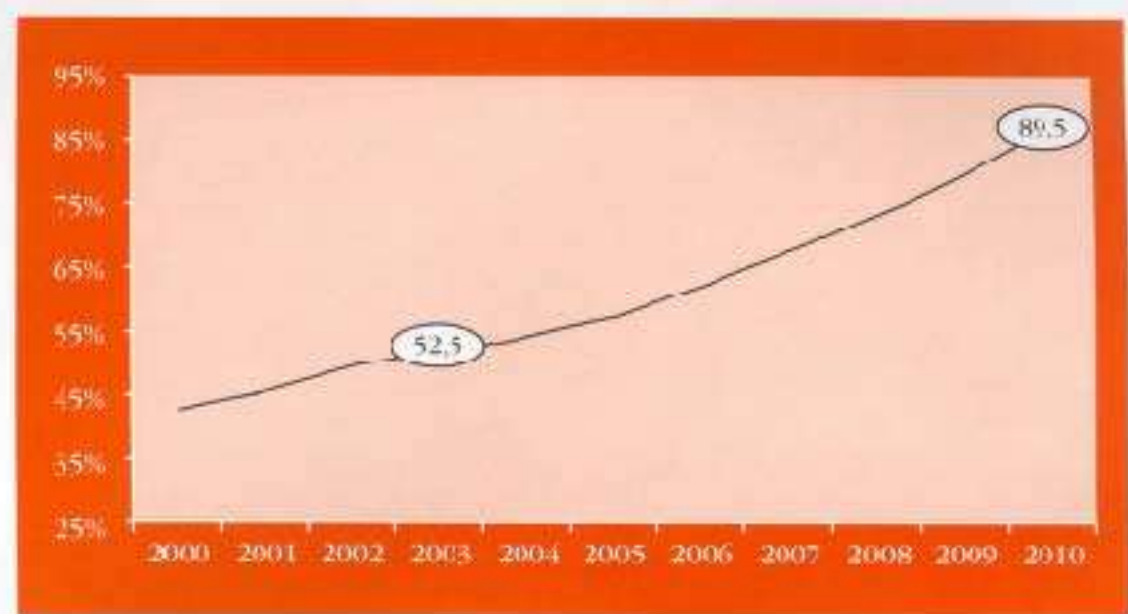
En el ejercicio para el presupuesto del 2004 los gastos de funcionamiento e inversión se estiman en casi 50 billones de pesos. Los ingresos corrientes del gobierno central en 36 billones de pesos, quedando un saldo negativo de 14 billones. De estos 7.3 billones se cubrirían con las utilidades de las entidades descentralizadas. El déficit fiscal sería de cerca de 7 billones de pesos. Para cubrir parte de ese faltante el gobierno espera casi 800 mil millones de pesos en utilidades del Banco de la República que se trasladarían al gobierno. Con ello el déficit fiscal consolidado quedaría en 6.2 billones o 2.5% del PIB.

Si se observa detenidamente en los números del 2003 y del 2004 no hemos incluido los pagos de deuda y los intereses de la misma. Para el 2003 y 2004 sumarían 25.5 billones y 27.8 billones respectivamente. Para cubrir el déficit fiscal antes mencionado y los pagos relacionados con la deuda, el gobierno tiene que acudir a endeudarse más en una espiral de endeudamiento permanente que hace peligrar la sostenibilidad de la deuda misma y de las finanzas públicas.

No son pocos los analistas que creen que se requiere una reestructuración de la deuda, pero antes que nada o junto a ello se requiere ordenar la casa: los ingresos y los gastos corrientes. El incremento en las utilidades de las entidades descentralizadas es producto de las reestructuraciones adelantadas este año, sin éstas el déficit podría haber subido en el 2004 hasta un 4.5% del PIB.

El gobierno ha llamado la atención que sin poner en orden las finanzas públicas la sostenibilidad fiscal y económica de las finanzas públicas y de la deuda es muy precaria como se observa en el siguiente Gráfico.

deuda como porcentaje del PIB sin reformas



Fuente: CONEIS

Desde hace varios gobiernos se ha postergado la cirugía que requieren las finanzas públicas para darle sostenibilidad a la cuentas fiscales. No son pocos los ministros de hacienda que se quejan de la inflexibilidad del gasto. Después de varias podas al interior de las entidades públicas el problema persiste. El gobierno actual ha querido ser muy ambicioso jugando su prestigio y popularidad.

Sea por las transferencias que por ley o por mandato constitucional se deben hacer, los gastos necesarios en defensa y seguridad, los de funcionamiento y pago de deuda se considera que el presupuesto general de la nación es hoy en día inflexible en un 96%. Hacia allí se concentran las baterías del gobierno. Según cálculos oficiales las reformas lograrían que la deuda como porcentaje del PIB se estabilizará hasta el 2010 entorno a un 48%, porcentage superior al del país en el 2001 de 44%. Es decir, no es una reforma agresiva en resultados y, por tanto,

tiene poco margen de negociación en el Congreso, pero es urgente por los costos en que incurrirá el país en caso de no implementarse.

La estrategia del gobierno pasa por usar la recién sancionada ley de responsabilidad fiscal, lograr aprobar el Estatuto Orgánico del Presupuesto para combatir prácticas y procesos dolosos en la aprobación de la ley de presupuesto y hacer un acto legislativo que modifique varios artículos de la Hacienda Pública consagrados en la Constitución.

Por la necesidad del gobierno de dedicarse a la campaña por el referendo se decidió radicar un único Acto Legislativo que consta de 26 artículos sobre diversos temas y áreas para reformar la Constitución 1) Cambios en los derechos fundamentales 2) Cambios sobre el empleo público 3) Cambios sobre la estructura de la administración pública 4) Cambios sobre la edad de elección 5) Cambios sobre la organización territorial 6) Cambios sobre los organismos de control y 7) Cambios sobre la hacienda pública. En este acto legislativo no fue incluida la reforma a la justicia, pero se sabe que el gobierno presentará esa reforma también.

Es difícil entrever que tan exitosa será la estrategia del acto único porque por un lado el gobierno estará muy pendiente del referendo, los congresistas de las elecciones locales y hay temas calientes dentro de la reforma que distancian más al legislativo del ejecutivo.

El artículo 24 del proyecto de Acto Legislativo dice: "El gobierno formulará el Presupuesto de Rentas y Ley de Apropiaaciones y lo presentará al Congreso, dentro de los primeros diez días de cada legislatura. Éste deberá garantizar la estabilidad macroeconómica y la solvencia fiscal de la nación y corresponder al Plan Nacional de Desarrollo, para ello, en la misma ley se podrán modificar y/o reorientar rentas cedidas o asignadas y modificar leyes que decreten gasto público".

El artículo 25 del proyecto dice: "No habrá rentas nacionales de destinación específica. Se exceptúan las participaciones previstas en la Constitución a favor

de los departamentos, distritos y municipios, las destinadas a educación, seguridad social, agua potable, saneamiento ambiental y deporte. El gobierno nacional podrá suspender el pago de las participaciones a entidades territoriales o intervenir su manejo en caso de mal uso o aplicación ineficiente de estas⁷

El artículo 26 del proyecto dice: "Deróguese el artículo 331 y el inciso final del artículo 350" Ese inciso final que se derogaría actualmente dice: "El presupuesto de inversión no se podrá disminuir porcentualmente con relación al del año anterior respecto del gasto total de la correspondiente ley de apropiaciones".

El impacto económico del proyecto es claro: tener un mandato que permita al gobierno central y a la ley de presupuesto mandar sobre otras leyes y normas que decretan el gasto (en torno a 300 leyes) y acabar los rezagos y demás nubarrones de las finanzas públicas, poder intervenir o suspender las transferencias regionales que son casi el 37,5% del presupuesto del 2014 y el rubro que más crece año tras año después de los servicios de la deuda.

El impacto político es considerable. En los años ochenta, cuando se inició la elección popular de alcaldes y se venía desarrollando un modelo descentralizado, se dijo que no bastaba con la autonomía política de las autoridades locales que eran elegidas y no nombradas. Por eso en la Constitución de 1991 quedó consignada la obligatoriedad de las transferencias a las regiones, se quitó la discrecionalidad del gobierno central en ese rubro para evitar discriminaciones políticas y para que las autoridades elegidas pudiesen tener autonomía económica en el cumplimiento de sus promesas y planes de gobierno local. Es por esto que según lo expuesto en el análisis respecto del referendo, habría un elemento más para que se tensionen las relaciones de los poderes ejecutivo y legislativo y que se de más de un pulso. Si se agrega que con el Estatuto Orgánico del Presupuesto el ejecutivo quiere quitarse la potestad de hacer adiciones presupuestales durante el año fiscal para no ser objeto de chantajes del Congreso; y no ser obligado a negociar con el presupuesto en mano iniciativas de ley a través de partidas de destinación específica,

queda claro, muy claro, que el panorama político en Colombia en esa segunda mitad de año va a ser uno de los más complejos de la historia reciente.

Como ya mencioné los resultados económicos de la reforma no son tan ambiciosos como para pensar que el gobierno tiene mucho margen de maniobra en qué ceder o negociar, pero las consecuencias económicas del cumplimiento de la reforma en el corto, mediano y largo plazo son enormes.

Consecuentes con esto la volatilidad del dólar-peso y de la deuda en el segundo semestre será alta y los mercados estarán cada vez más atentos a los pulsos políticos que se van a presentar. Curiosamente el mercado no leyó, como tampoco los medios de comunicación, que la devolución del Presupuesto era un primer "round" de lo que podría venirse en esta materia.

Sin duda, que la situación de las finanzas públicas es asfixiante y el impacto que tiene cada vez más en la estabilidad del sector privado y las posibilidades de crecimiento económico más evidentes.

La estrategia de comunicación del Ministerio de Hacienda de esta realidad es de aplaudirse por su franqueza y transparencia aunque resgosa pues tanto los mercados como los agentes económicos internos y externos saben que el futuro económico se juega a "cara o sello".

Resulta en todo caso difícil de creer que un hombre tan experimentado políticamente como el Presidente casara todos estos pulsos al tiempo, a riesgo de perderlos en el Congreso y que el gobierno adelantará una estrategia de comunicación tan clara y diáfana sobre los peligros que sobrevuelan al país sin exponerse a sobre-reacciones de los mercados, incluso antes de tiempo.

Aunque la mayoría de colombianos quisiéramos una salida sin traumatismos del cuello de botella político-fiscal, eso parece no muy probable. Una posibilidad es que logre dírsele o resolverse con una decisión del ejecutivo de revocar el

mandato del Congreso o cerrarlo. El problema es que internacionalmente esto no se ve tan viable después del descrédito en Washington de Fujimori y del dolor de cabeza en que se ha convertido Chávez para Estados Unidos. Sería difícil contar con el apoyo de la opinión y los gobiernos internacionalmente para una medida autoritaria.

Otra posibilidad es que las reformas salgan del Congreso relativamente bien producto de un masivo apoyo del país al Presidente en el referendo y que los congresistas eviten cualquier pulso públicamente. Por último, otra posibilidad es que las reformas salgan aguadas, que haya un empate. Eso se daría si, por ejemplo, se reforman y disminuyen las transferencias a cambio de una mayor injerencia del Congreso en la elaboración del presupuesto y en la destinación de las partidas.

Cualquiera que sea el desenlace político habrá ruido en los mercados y mucha volatilidad. Sería mejor otro entorno para los mercados pero dice un fragmento en Broadway: "There are dreams that cannot be and there are storms we can not weather".

c. la reestructuración de deuda

Desde el año pasado el país ha venido cambiando el perfil de la deuda soberana, tanto interna como externa. Básicamente se ha hecho atendiendo dos problemas: los próximos vencimientos y la exposición del saldo de deuda así como de los pagos de intereses a cambios en la tasa de cambio.

En la Tabla a continuación puede observarse el perfil de la deuda. En los próximos 5 años el país tendría que repagar el 56% de su deuda externa y el 68% de su deuda interna. A su vez la deuda externa llegaría hoy al 50% del total de la deuda.

A marzo 2003

Perfil amortizaciones deuda colombiana

Billones COP	Deuda externa	Deuda interna	Total
% del Total	55,680 50%	55,640 50%	111,280 100%
Amortizaciones			Monto
2003	10%	11%	11,128
2004	7%	16%	12,240
2005	11%	11%	12,240
2006	8%	11%	10,015
2007	10%	11%	11,128
2008	12%	8%	11,128
2009	5%	5%	5,564
2010	5%	2%	4,451
2011	4%	9%	7,789
2012	6%	11%	8,902
2013	5%	4%	5,564
2014	2%	-	1,112
2015	2%	-	2,225
2016	4%	-	1,112
2020	5%	-	3,338
2027	1%	-	1,112
2033	2%	-	1,112

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.
Margen de error 1%.

En lo que resta del año el gobierno debe salir a buscar 1,2 billones de dólares además de recibir 1,7 billones de dólares de la banca multilateral y de emitir deuda interna.

La reestructuración de la deuda externa ha sido un permanente rumor en el mercado este año. Se sabe que es muy probable que el gobierno colombiano quiera canjear plazos cortos de la deuda en dólares, como hizo con los Quant 2005, por plazos más largos y que a su vez le interese pasar deuda en dólares a deuda en pesos.

Esta estrategia fue muy bien recibida en el primer semestre porque la deuda en dólares 2005 con costos variables estaba en excelente momento de mercado para pagar rentabilidades fijas, tanto por el precio a que estaban los *treasuries* (baja rentabilidad) como por el bajo nivel de los *spreads* del riesgo soberano de Colombia. Aunque los *treasuries* ya no están tan bajos de rentabilidad el país se ve abocado a recomponer los perfiles de la deuda, mejorar la distribución de la deuda interna-externa y buscar alternativas para recomponer la externa.

Según cálculos oficiales del gobierno un cambio en la tasa de cambio de 2800 pesos por dólar a 2950 pesos por dólar incrementa el saldo total de la deuda en tres billones de pesos. Como quiera que se ha medido es el impacto directo de la tasa de cambio y no el indirecto (el que se genera por una mayor devaluación y sus efectos en la inflación y, por tanto, en las tasas de las subastas internas) podría finalmente concluirse que una devaluación del 5,38% genera un incremento del saldo de la deuda externa medida en pesos de 5,35%. Casi una relación 1 a 1. Es una conjetura muy temprana que requiere un estudio especializado que de momento no está disponible, pero que deja en descubierto la exposición de las finanzas públicas a una devaluación del peso.

Para disminuir esa vulnerabilidad a los "shocks" externos se presume que en este semestre el gobierno acuda a realizar swaps y canjes de deuda externa por interna. Por otro lado, sería lógico que el gobierno aprovechará la coyuntura de la fortaleza del euro para pasar parte de la deuda en dólares a deuda en euro.

De momento la deuda en dólares participa con un 82% de la deuda externa en tanto que el euro lo hace con un 13%. Una devaluación del peso frente al

dólar podría mitigarse parcialmente con una devaluación del euro frente al dólar si el país ha incrementado los saldos de su deuda en euros. El problema es que ante los riesgos de deflación en Estados Unidos no son pocos los bancos de inversión que creen que en lugar de debilitarse, el euro podría fortalecerse hasta alcanzar rangos históricos de 1,30 dólares por euro. Crédito Público tendría que sopesar los riesgos en "pricing", en la actualidad de una recuperación de la economía americana y su impacto en el euro. Personalmente creo que hay mayores probabilidades en la debilidad del euro y que explorar esa reestructuración vale la pena.

Pero el análisis sobre EE.UU. no sólo deberá hacerlo con motivo de la evolución del euro, sino también por el impacto que una recuperación tendría en la liquidez mundial y, a su vez, el impacto que ésta pueda tener en las operaciones de Swap y de canje de deuda pensadas para este semestre y el próximo año.

Por último, en los últimos 4 años el porcentaje de la deuda de la banca multilateral ha ido incrementando dentro de una política de apoyo por razones de seguridad y estabilidad de Estados Unidos a Colombia. Es así que cuenta con un 34% de la deuda externa y desde que el FMI, el BID y Banco Mundial sigan apoyando institucionalmente al país siguiendo los lineamientos de Washington el país tendrá un importante recurso de estabilidad financiera y económica.

Informe realizado entre 15 y 19 de agosto de 2003

Comentarios a

Daniel I Niño Tamayo

Inversor Consulting

Diag. 127 N. 23-76 Of. 304-305

Tel. 677 9136