

# **TASAS DE INTERÉS Y FLUJOS INTERNACIONALES DE CAPITAL**

## **Comentarios a la presentación de PROSPECTIVA Julio 11 del 2001**

Leonardo Villar Gómez \*

### **INTRODUCCION**

Deseo en primer lugar agradecer la invitación de Javier Fernández a participar nuevamente en este foro y aclarar que, como de costumbre, las opiniones que voy a expresar son de mi exclusiva responsabilidad y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

Sería imposible para mí discutir los múltiples aspectos de la muy completa presentación de Javier, razón por la cual voy a concentrar mis comentarios en dos temas íntimamente relacionados entre sí: la política de tasas de interés y las perspectivas cambiarias y de balanza de pagos. A su vez, estos temas los voy a enmarcar en el contexto de un planteamiento general sobre las limitaciones que enfrenta el manejo de las tasas de interés domésticas, y de la política monetaria en general, en un país sujeto a los vaivenes de los flujos internacionales de capitales.

### **MOVILIDAD DE CAPITALES Y PARIDAD DE INTERESES**

Para empezar, vale la pena destacar que la mayor movilidad internacional de capitales que hoy en día enfrenta un país como Colombia no es simplemente el resultado de una decisión de política de este país sino el producto ineludible de un proceso de globalización de los mercados financieros internacionales que en los últimos quince años se ha dado a una velocidad sin precedentes en la historia.

La magnitud del cambio estructural que se ha presenciado en este frente se hace evidente, entre muchos otros indicadores, en el valor de las transacciones de divisas que se hacen a nivel mundial. Según cifras reportadas por el Banco de Pagos Internacionales de Basilea (Cuadro 1), el promedio diario de esas transacciones era de 188 miles de millones de dólares en 1986. Para 1998, apenas doce años más tarde, esa cifra había

---

\* Co-Director, Junta Directiva del Banco de la República. Las opiniones aquí expresadas son de carácter personal y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

crecido en 800% y se ubicaba en 1.500 miles de millones de dólares diarios. Con posterioridad a la consolidación de varias de las principales monedas europeas alrededor del Euro, las transacciones en divisas se redujeron de manera significativa. En cualquier caso, la cifra para el año 2000 fue de 1.100 miles de millones de dólares diarios, casi seis veces mayor a la que se observaba hacia mediados de la década de los ochenta.

### Cuadro No. 1

#### TRANSACCIONES DIARIAS DE DIVISAS A NIVEL MUNDIAL

Año	Miles de Millones de Dólares
1986	188
1989	590
1992	820
1995	1.190
1998	1.500
2000 <sup>e</sup>	1.100

**Fuente:** Bank for International Settlements, 71<sup>st</sup> Annual Report, Basel, June 2001, table V.4, y FMI, “Globalization: Opportunities and Challenges”, World Economic Outlook, May 1997, p. 64, Table 15.

En el caso colombiano, la evolución de las transacciones en divisas durante los últimos diez años también ha sido impresionante. Hasta comienzos de la década de los noventa, el mercado de divisas por fuera del Banco de la República era prácticamente inexistente. Con la liberación del régimen cambiario y la introducción de un sistema de transacciones electrónicas de divisas a partir de 1993, el mercado interbancario transó en operaciones a la vista alrededor de 35 millones de dólares diarios en el segundo semestre de ese año (Cuadro 2). Este valor ascendió a cerca de 200 millones de dólares diarios en 1998 y, pese al impacto negativo que representó la introducción del impuesto a las transacciones financieras desde comienzos de 1999, se ha recuperado en el período más reciente y actualmente se ubica alrededor de 170 millones de dólares diarios. Paralelamente, además, se ha desarrollado un mercado *forward* de divisas en el cual se transan hoy en día cerca de 70 millones de dólares diarios en promedio, cuando ese valor era menor a dos millones de dólares hasta finales de 1995.

**Cuadro No. 2**  
**COLOMBIA: TRANSACCIONES DIARIAS DE DIVISAS**  
**EN LOS MERCADOS “SPOT” y “FORWARD”**  
 (Millones de dólares)

Año	Mercado “Spot”	Mercado “Forward”
1993 <sup>a/</sup>	30,6	1,6
1994	47,6	1,9
1995	114,7	1,9
1996	119,7	9,7
1997	174,4	20,7
1998	193,2	44,0
1999	89,4	58,6
2000	94,4	69,9
2001 <sup>b/</sup>	167,7	67,9

a / Segundo Semestre.

b / Primer Semestre. Cifras hasta mayo para el mercado “Forward”

Para un país pequeño en el contexto internacional, como lo es Colombia, la implicación natural de este acelerado proceso de inserción en el mundo de las transacciones financieras internacionales es que el comportamiento de las tasas de interés domésticas se hace más dependiente de lo que suceda en los mercados cambiarios en los cuales, a su vez, los flujos de capitales adquieren una preponderancia cada vez mayor. Los ahorradores tienen ahora mayores facilidades para reasignar sus portafolios de inversión hacia los países y monedas en los cuales obtengan mayor rentabilidad y los deudores para denominar sus deudas en las monedas y con los países con los cuales les resulten más económicas. En este contexto, además la credibilidad y la confianza en el país se tornan en factores mucho más importantes de lo que eran para una economía cerrada.

Un manera de formalizar esta idea es a través de lo que en la literatura económica y financiera se conoce como la condición de paridad descubierta de las tasas de interés. Esa condición expresa simplemente que el nivel de las tasas de interés domésticas se debe acercar al nivel de las tasas de interés internacionales, ajustadas por el riesgo país y por el efecto de la devaluación de la moneda local frente a las monedas extranjeras. En términos algebraicos, esta condición se puede plantear así:

$$\begin{aligned}
 \text{Tasa de interés doméstica} &= \text{Tasa de interés internacional} \\
 &+ \text{Margen por riesgo país (spread)} \\
 &+ \text{Devaluación esperada} \\
 &\pm \text{Margen de autonomía para la} \\
 &\text{política monetaria.}
 \end{aligned}$$

Los flujos de capital se encargan de garantizar que las tasas de interés domésticas se encuentren dentro del margen dado por la ecuación. Si ellas se ubican por encima, estimulan ingresos de capitales que ayudan a bajar las tasas de interés hacia sus niveles de equilibrio. Simétricamente, si se ubican por debajo, se inducen salidas de capitales que tienden a elevar dichas tasas.

Lo fundamental que quiero destacar aquí es que las tasas de interés domésticas, ya sean las interbancarias, las de captación o las de colocación de créditos, dependen en buena medida de factores distintos a la política monetaria. Por supuesto, tal como lo pongo expresamente en la ecuación, existe un margen para que la política monetaria suba o baje las tasas de interés con respecto a lo que resultaría estrictamente de una condición pura de paridad. Ese margen para la actuación de las autoridades surge de las fricciones que normalmente persisten para la movilidad internacional de capitales, ya sea por razones legales, por razones institucionales o por factores puramente consuetudinarios. La amplitud de ese margen es menor cuando la movilidad de capitales es más alta, tal como sucede, por ejemplo, en países en los cuales el sistema financiero se encuentra altamente dolarizado y es posible para la población hacer depósitos en moneda extranjera en bancos locales. En un país como Colombia, con bajos índices de dolarización, el margen para la política monetaria es más amplio pero dista de ser ilimitado. Un intento por bajar las tasas de interés de manera desproporcionada, *vis-a-vis* la condición de paridad, tiende a generar sustitución de depósitos en moneda local por depósitos en bancos extranjeros, prepagos de deuda externa por parte del sector privado e inversiones de portafolio en el exterior a través de inversionistas institucionales como los fondos fiduciarios o los fondos de pensiones.

De acuerdo con la teoría económica tradicional, el margen de autonomía para la política monetaria es menor en economías que tienen tasa de cambio fija o bandas cambiarias estrechas y rígidas. Sin embargo, incluso en países que cuentan con altos grados de flexibilidad cambiaria, como es el caso colombiano actual, dicho margen de autonomía para la política monetaria es limitado. Un intento por reducir excesivamente las tasas de interés puede estimular salidas de capital y desequilibrios en el mercado cambiario tan fuertes que se generen expectativas de inflación y de devaluación nominal y terminen por aumentar, en vez de reducir, dichas tasas de interés. Por esta razón, la capacidad de la política monetaria para afectar las tasas de interés domésticas depende también, en alto grado, de la historia inflacionaria del país, de la credibilidad en el compromiso que tenga el banco central con el cumplimiento de las metas de inflación y de la

percepción que exista entre los agentes económicos sobre potenciales desequilibrios macroeconómicos.

Los factores anteriores configuran condiciones muy diferentes para el margen de autonomía de la política monetaria en países como el nuestro con respecto al que se tiene en países desarrollados. Si cualquier país de América Latina abusa de su autonomía monetaria reduciendo las tasas de interés más allá de cierto punto, los agentes económicos perciben un mayor riesgo de que su economía entre en un círculo vicioso de devaluación nominal, inflación y crecientes desequilibrios estructurales. Desde el punto de vista de nuestra ecuación de paridad, el efecto inmediato de ese tipo de política es elevar la percepción de riesgo país (los *spreads*) y aumentar las expectativas de devaluación nominal asociadas con la posibilidad de que la economía retorne a ritmos de inflación elevados.

Es por la razón anterior que los países de América Latina, entre ellos Colombia, se encuentran fuertemente restringidos para adelantar políticas monetarias anticíclicas en períodos de recesión inducidos por circunstancias internacionales como las que se observaron con posterioridad a la crisis asiática de 1997 y a la crisis rusa de 1998. La crisis internacional implicó una drástica reducción en la disponibilidad de fondos externos de financiamiento, aumentó la percepción de riesgo-país para todos los países de América Latina y creó expectativas fuertes de devaluación nominal. Obviamente, este problema se vio acentuado de manera particularmente grave en países como el nuestro, que tuvieron que enfrentar la crisis de financiamiento externo con grandes desequilibrios fiscales y de balanza de pagos acumulados en los años precedentes. Todos estos factores presionaron al alza las tasas de interés domésticas y constituyeron condiciones propicias para situaciones recesivas como las que observamos en 1998 y 1999.

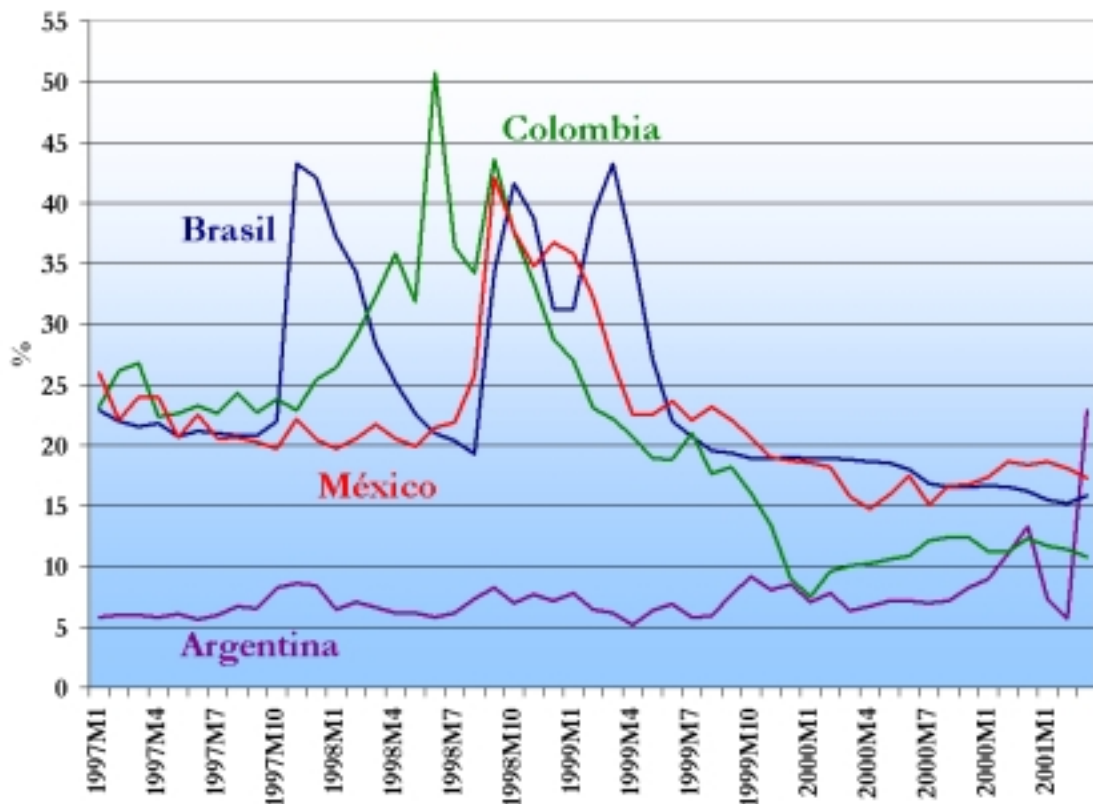
No es casualidad por lo tanto que las tasas de interés de casi todos los países de América Latina se hayan elevado de manera sustancial en dicho período, tal como se puede apreciar en el Gráfico 1. El aumento en esas tasas en 1998 y 1999 fue muy fuerte en países con regímenes cambiarios tan disímiles como Brasil, que tenía una banda cambiaria rígida y muy estrecha; Colombia y Chile que tenían bandas cambiarias más flexibles; o México, que contaba con un régimen de flotación cambiaria.

Curiosamente, entre los países medianos y grandes de América Latina, el único que no sufrió un aumento importante en la tasa de interés doméstica durante 1998 y 1999 fue Argentina, donde se tenía el régimen cambiario más rígido. Esta excepción, sin embargo, tiende a confirmar la regla. En

Argentina, en efecto, la salida de capitales y la menor disponibilidad de financiamiento externo, aunque no se manifestó inicialmente en aumentos en la tasa de interés, sí lo hizo en una recesión que en 1999 fue similar a la colombiana y que, a diferencia de la nuestra, se ha prolongado hasta la actualidad. En el año 2001, además, las tasas de interés de ese país se han elevado por encima de las de los otros países de la región y la situación de la Argentina dista de ser la mas despejada del continente.

**Gráfico No. 1**

**TASAS DE INTERES NOMINALES DE AMERICA LATINA**



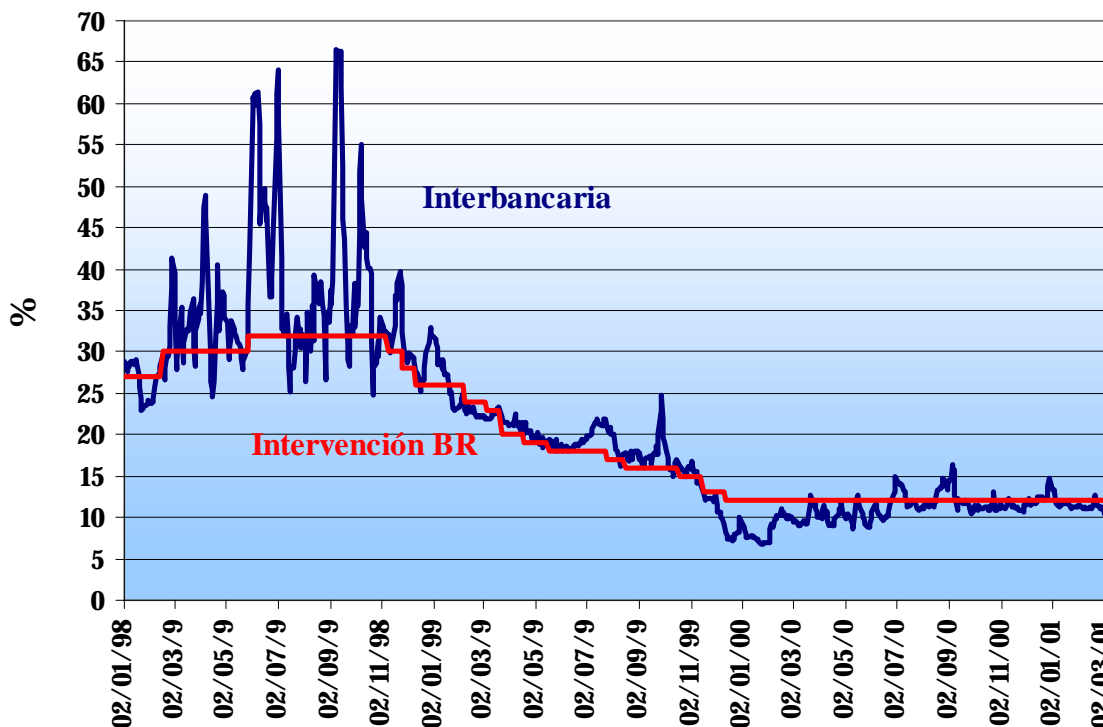
**COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LAS TASAS DE INTERÉS EN COLOMBIA**

A manera de resumen de lo que he dicho hasta ahora, el mensaje principal que quisiera dejar es simplemente que la autonomía de la política monetaria para manejar a voluntad las tasas de interés se encuentra limitada por la movilidad internacional de capitales. Es en este contexto y bajo esta premisa que se debe analizar el comportamiento reciente de las tasas de interés en Colombia. No comparto por ello la idea que reiterativamente

plantea Javier, según la cual el aumento de las tasas de interés en 1998 en Colombia fue consecuencia simple de la estupidez de los miembros de la Junta Directiva del Banco de la República. Tampoco creo que la posibilidad que hemos tenido de bajar las tasas de interés de intervención del Banco de la República en 15 ocasiones entre diciembre de 1998 y la actualidad responda simplemente a que estemos volviéndonos más sensatos o, como a veces lo sugiere Javier, a que no nos hemos dado cuenta de lo que estamos haciendo y hemos acertado por casualidad. Las cosas, creo, son bastante más complejas.

**Gráfico No. 2**

**TASAS DE INTERES INTERBANCARIA Y DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPUBLICA (REPOS)**



El Gráfico 2 muestra la evolución de las tasas de interés interbancarias en Colombia desde 1998 hasta la actualidad, conjuntamente con las tasas de intervención de repos del Banco de la República en el mercado monetario. Los dos hechos más destacados que se pueden apreciar allí son la tendencia fuertemente descendente de las tasas durante los últimos dos años y medio y la impresionante reducción en su volatilidad. Las razones principales para que ello haya sido posible están íntimamente vinculadas con los puntos que hice en la discusión precedente: En primer lugar, la reducción observada en las tasas de inflación que desde mediados de 1999 se encuentran en niveles

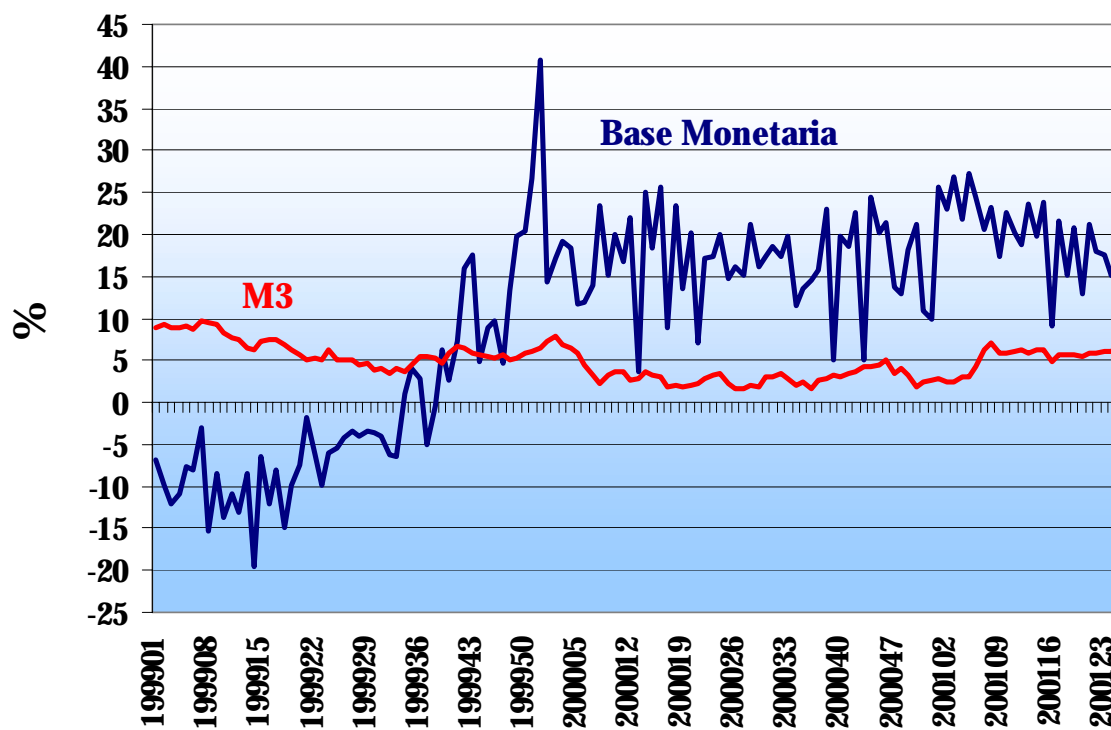
de un dígito. Este resultado y la mayor credibilidad que paralelamente han ganado las metas de inflación establecidas por el Banco de la República han reducido la percepción de riesgo de los inversionistas y ahorradores sobre la posibilidad de devaluaciones nominales desestabilizadoras. En segundo lugar, la mejoría en la percepción de riesgo-país que se hace evidente en el comportamiento de los *spreads* sobre nuestros bonos externos y en la cual han jugado un papel fundamental la reducción del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, el proceso de ajuste fiscal y el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional. En tercer lugar, el comportamiento de las tasas de interés internacionales ha sido relativamente favorable, especialmente durante el período más reciente.

En adición a los factores anteriores, es claro que durante los últimos dos años y medio el Banco de la República ha utilizado todo el margen de autonomía monetaria disponible para reducir las tasas de interés al ritmo más acelerado posible dentro de los límites que impone la prudencia. La utilización al máximo de ese margen se refleja en unas tasas de crecimiento de la base monetaria superiores al 15% (Gráfico3), con las cuales se ha podido satisfacer ampliamente la demanda por liquidez, incluso cuando se tiene en cuenta el incremento en esa demanda generado por la introducción del impuesto a las transacciones financieras.

Ciertamente, como lo menciona Javier Fernández, el crecimiento de M3 ha sido mucho menor, ubicándose actualmente alrededor del 6% anual. Debe recordarse sin embargo que este agregado monetario amplio, que incluye todos los depósitos del público en el sistema financiero, no es controlado por el Banco de la República, el cual sólo tiene capacidad para afectar directamente la base monetaria. El bajo crecimiento de M3 responde a que las empresas y las familias han reducido su tenencia de depósitos en el sistema financiero en la medida en que desplazan sus portafolios financieros hacia títulos de deuda pública y hacia activos en moneda extranjera. En parte, por lo tanto, el menor crecimiento de M3 refleja la salida de capitales privados del país. Personalmente creo que sería deseable observar una recuperación más acelerada de lo que hemos visto hasta ahora en los ritmos de crecimiento del agregado monetario amplio. Ello, sin embargo, sólo será posible en la medida en que se reduzcan las salidas de capitales privados del país, lo cual claramente no se logra con una política monetaria excesivamente expansiva ni con una reducción desproporcionada de las tasas de interés.

Gráfico No. 3

## CRECIMIENTO ANUAL DE LA BASE MONETARIA Y DE M3



Hacia el futuro, la posibilidad de que las tasas de interés se mantengan en niveles tan bajos como los que hemos visto recientemente, o incluso se reduzcan aún más, no depende de que sea deseable estimular la actividad productiva, pues a mi juicio ello es claramente deseable. Depende más bien de que las condiciones sean las apropiadas para que esa política sea efectivamente conducente a un mayor dinamismo económico en una forma sostenible. Para ello será crítico el mantenimiento de la tasa de inflación dentro de una senda compatible con las metas establecidas y la consolidación de una razonable estabilidad en el frente cambiario. Esto último, a su vez, depende de que el Gobierno mantenga las buenas condiciones de acceso a los mercados financieros internacionales que recientemente ha demostrado tener y el sector privado reduzca el acelerado flujo de recursos hacia el exterior.

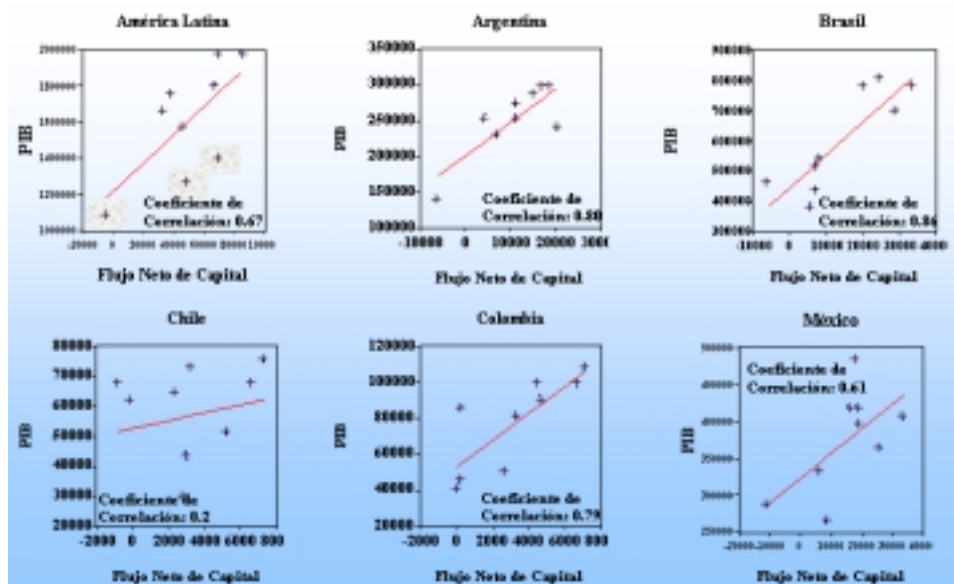
En las páginas editoriales de un importante diario económico<sup>1</sup> se afirmaba recientemente que si el Banco de la República no había bajado las tasas de interés en el mes de junio pasado, ello demostraba que la Junta se encontraba “satisfecha con el ritmo de crecimiento de la economía”. Esta

<sup>1</sup> Portafolio, julio 4 del 2001, p. 30.

argumentación, con todo respeto por el editorialista, es absolutamente errada. Pese a la recuperación de los últimos quince meses, el dinamismo de la economía es aún excesivamente bajo. Los niveles de desempleo que tiene la economía colombiana, además, son inaceptables. Ello, sin embargo, no implica que la decisión óptima de política sea reducir sin límite las tasas de interés. La razón es que si ello se hiciera en forma desmedida y a un ritmo más acelerado de lo que permite el margen disponible de autonomía monetaria los resultados serían totalmente adversos al proceso de recuperación económica. Esto es lo que sucedería si la reducción de las tasas de interés se tradujera en salidas masivas de capitales y en menos financiamiento disponible para la economía colombiana.

En este punto resulta ilustrativo mostrar el alto grado de correlación que existe a nivel internacional entre el comportamiento del PIB y los flujos netos de capital. El Gráfico 4 presenta esas correlaciones para la década de los noventa tanto para Colombia como para los principales países de América Latina. Aunque las líneas de causalidad entre ambas variables son complejas resulta claro que menores ingresos netos de capital coinciden con menor dinamismo de las economías. En estas condiciones, si bien es cierto que ante condiciones de bajo dinamismo económico es en principio deseable reducir las tasas de interés, ello sólo puede hacerse dentro de los márgenes permisibles para que no se generen egresos masivos de capital, con efectos sobre la actividad productiva contrarios a los deseados.

**Gráfico No. 4**  
**FLUJOS NETOS DE CAPITAL Y PIB EN AMERICA LATINA:**  
**1990-1999**



## EVOLUCIÓN RECIENTE Y PERSPECTIVAS DE LA BALANZA DE PAGOS

Antes de terminar, quisiera hacer dos comentarios breves sobre la evolución reciente y las perspectivas de la balanza de pagos. El primero de esos comentarios se refiere a la evolución de la balanza comercial en los primeros meses del presente año. El segundo, al financiamiento del déficit en cuenta corriente que se prevé tanto para este año como para el 2002.

Javier Fernández expresa un alto grado de preocupación por el deterioro en la balanza comercial que denotan las cifras de exportaciones e importaciones de los primeros cuatro meses de este año. Como se aprecia en el Cuadro 3, el balance comercial del primer cuatrimestre fue deficitario en más de 300 millones de dólares. Frente a un superávit de 349 millones de dólares en los cuatro primeros meses del año anterior, el deterioro fue de 650 millones de dólares. Este deterioro es ciertamente preocupante y probablemente lo es aún más cuando se observa que casi en su totalidad está explicado por fenómenos relacionados con la situación de violencia que vive el país. De hecho, de los 650 millones de dólares mencionados, 226 millones corresponden a aumento en las importaciones de aviones y helicópteros y 381 a reducción en las exportaciones de petróleo como consecuencia de las voladuras de oleoductos por parte de la guerrilla. Debido a estos últimos, el país no ha podido beneficiarse de los altos precios que, en contra de lo que se preveía, aún persisten en el mercado internacional del crudo.

Desde una perspectiva diferente, sin embargo, las cifras sobre desempeño comercial tienen elementos muy favorables que quisiera destacar. El crecimiento en las importaciones incorpora un aumento de más de 20% en la compra de bienes de capital para la industria, lo cual sugiere que la inversión se encuentra en un proceso de recuperación significativo. Por otra parte, el aumento de 46% en las exportaciones de carbón y ferróníquel y de 17.5% en las exportaciones no tradicionales ha financiado con creces el crecimiento de las importaciones diferentes a las de aviones y helicópteros, lo cual resulta muy satisfactorio y da luces de esperanza para el futuro.

Ciertamente, como plantea Javier, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos va a presentar un aumento significativo en el año 2001 con respecto al virtual equilibrio que tuvimos en este frente en los dos años anteriores (Cuadro 4). Esto, sin embargo, es lo que se esperaba desde que se elaboró el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional hace ya casi dos años. Niveles de déficit en cuenta corriente cercanos al 3% del PIB, como los que se proyectan para el 2001 y para el 2002 resultan claramente

sostenibles en el mediano y largo plazo. En este sentido, si efectivamente se mantienen en estos rangos, ellos no deberían por sí mismos ser fuente de preocupación. El punto crítico es que la financiación sea adecuada y suficiente para evitar traumatismos en el mercado cambiario. Y para ello será indispensable continuar con el proceso de recuperación de la confianza asociado con el proceso de ajuste fiscal en curso.

**Cuadro No. 3**  
**BALANZA COMERCIAL SEGÚN ADUANAS**  
**Enero – Abril**  
**(Millones de Dólares)**

	2000	2001	Variación Absoluta	Variación Porcentual
Exportaciones FOB	4.006	4.029	+ 23	+ 0,5%
Petróleo	1.485	1.104	- 381	- 25,7%
Café	321	238	- 83	- 25,8%
Carbón y Ferroníquel	357	522	+ 165	+ 46,2%
No Tradicionales	1.842	2.165	+ 323	+ 17,5%
Importaciones CIF	3.657	4.331	+ 674	+ 18,4%
Aviones y Helicópteros <sup>a</sup>	189	415	+ 226	+ 119,6%
Otros	3.468	3.916	+ 448	+ 12,9%
Balanza Comercial	349	- 302	- 651	
Excluidos Petróleo y Aviones y Helicópteros	- 947	- 991	- 44	

<sup>a</sup> / Capítulo 88 del Arancel: “ Navegación Aérea o Espacial”.

Con respecto a la financiación del déficit corriente de la balanza de pagos, la desagregación que se presenta en el Cuadro 4 resulta particularmente útil. Allí se aprecia que tanto en 1999 como en el año 2000, el flujo neto de capitales privados diferentes a la inversión extranjera directa<sup>2</sup> fue fuertemente negativo. El sector privado realizó grandes pagos netos de deuda externa y fuertes inversiones de portafolio en el exterior en magnitudes cercanas a 2.500 millones de dólares en cada año. En esos dos años, el endeudamiento neto del sector público y la inversión extranjera directa permitieron compensar esta gran salida de otros capitales privados. En el segundo de esos años fue posible incluso acumular reservas internacionales por 870 millones de dólares en la medida en que la cuenta corriente de la balanza de pagos se mantuvo virtualmente en equilibrio.

<sup>2</sup> En los flujos netos de capitales privados que se presentan en el Cuadro se incluyen las cifras que aparecen registradas en la balanza de pagos como “errores y omisiones”.

**Cuadro No. 4**  
**BALANZA DE PAGOS: CUENTA CORRIENTE Y SU**  
**FINANCIAMIENTO**  
**1999 - 2002**  
**(Millones de Dólares)**

	1999	2000	2001 <sup>a/</sup>	2002 <sup>a/</sup>
<b>Cuenta Corriente</b>	98	41	-2.395	-2.708
Porcentaje del PIB	0,11%	0,05%	-2,91%	-3,16%
<b>Financiamiento <sup>a/</sup></b>	-417	829	3.048	3.033
Endeudamiento neto sector público	939	707	2.168	2.938
Inversión extranjera directa	1.326	2.615	1.362	
Otros Capitales Privados <sup>a/</sup>	-2.682	-2.494	-482	
<b>Variación Reservas Brutas</b>	-319	870	652	

a / La Cuenta de errores y omisiones de la Balanza de Pagos se incluye en los Flujos Otros Capitales Privados.

Para el año 2001, la situación es distinta a la de los dos años precedentes en la medida en que se debe financiar el déficit corriente al que ya hice referencia. Se estima que el endeudamiento neto del sector público ayudará a financiarlo en un alto porcentaje. Lo cierto, sin embargo, es que la salida neta de capitales privados no podrá seguir siendo tan grande como lo fue en los dos años anteriores. Afortunadamente, lo observado en lo corrido del 2001 sugiere que la corrección en este frente se está dando y sustenta la proyección del Cuadro 4 de acuerdo con la cual los flujos de capitales privados en el año completo, si bien seguirán siendo negativos en montos importantes (de cerca de 500 millones de dólares), lo serán en magnitudes muy inferiores a las de 1999 y 2000.

Resulta imposible proyectar a estas alturas lo que pueda suceder con los flujos de capitales privados en el año 2002. Las proyecciones disponibles sugieren que el déficit corriente estaría en ese año nuevamente alrededor del 3% del PIB y que el endeudamiento neto del sector público, el cual ya se está empezando a fondear, permitiría financiarlo casi en su totalidad. En estas condiciones, lo que se requiere es que los flujos de capitales privados, aún si son nuevamente negativos, no lo sean en magnitudes tan exageradas como lo fueron en 1999 y 2000.

**Cuadro No. 5**  
**BALANZA DE PAGOS: CUENTA CORRIENTE Y SU**  
**FINANCIAMIENTO**  
**Primer Trimestre 2000 – 2001**  
**(Millones de Dólares)**

	<b>2000</b>	<b>2001</b>
<b>Cuenta Corriente</b>	– 24	– 736
<b>Financiamiento <sup>a/</sup></b>	238	1.046
Endeudamiento neto sector público	160	421
Inversión extranjera directa	396	394
Otros Capitales Privados <sup>a/</sup>	– 319	232
<b>Variación Reservas Brutas</b>	214	310

a / La Cuenta de errores y omisiones de la Balanza de Pagos se incluye en los Flujos Otros Capitales Privados.

Obviamente, los riesgos para la balanza de pagos son grandes con una guerrilla que a través de atentados contra la infraestructura hace lo posible por disminuir nuestra capacidad exportadora y con una situación de orden público que dificulta enormemente la recuperación de la confianza requerida para una normalización plena de los flujos privados de capitales. A pesar de todo esto, considero realista un escenario con la balanza de pagos adecuadamente financiada y sin perturbaciones cambiarias importantes para lo que resta del 2001 y para el año 2002. En este sentido, me atrevo a decir que soy más optimista que Javier. No creo que el financiamiento de la balanza de pagos se convierta en un cuello de botella para la recuperación económica y el mantenimiento de tasas de interés tan bajas o aún más bajas de lo que han sido en el período reciente.

Esta percepción, por supuesto, está basada en varias premisas: que la situación de orden público no sufre un deterioro adicional excesivo; que el gobierno sigue avanzando en el proceso de ajuste fiscal; que el sector privado reduce la magnitud de los flujos de capitales hacia el exterior y que la inflación se mantiene en la senda compatible con el cumplimiento de las metas establecidas por el Banco de la República, tal como claramente viene sucediendo. Aunque los riesgos no son ni mucho menos despreciables, especialmente en lo que tiene que ver con el orden público, la probabilidad de que estas premisas se cumplan es a mi juicio razonablemente grande.