

## Recuadro 3

**LA TRANSMISIÓN DE LAS SORPRESAS FISCALES AL TIPO DE CAMBIO Y AL RIESGO SOBERANO EN BRASIL Y COLOMBIA**Paula Garda (OCDE), Michael Koelle (OCDE) y Luis Molina<sup>1</sup>

En el presente recuadro se examinan los efectos de las sorpresas fiscales sobre las principales variables financieras de dos de los países de la región que mostraron una evolución más desfavorable de las cuentas públicas: Colombia y Brasil.

Estas sorpresas o *shocks* no anticipados fiscales se identifican a través de datos de alta frecuencia y técnicas estadísticas de simplificación de conjuntos de datos. En concreto, se estiman los componentes principales de aquellos cambios en las variables financieras en torno a anuncios relevantes relacionados con políticas fiscales que puedan afectar a las expectativas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas. Estos anuncios se toman del servicio de noticias financieras Emerging Market Watch<sup>2</sup>. La sorpresa fiscal se define como el primer componente principal de las variaciones en la prima de riesgo soberano —*credit default swaps* (CDS)— provocadas por el evento relevante<sup>3</sup>.

Las respuestas del tipo de cambio y de los CDS soberanos a estos *shocks* fiscales se estiman mediante un modelo de proyecciones locales<sup>4</sup>, tomando datos diarios desde enero de 2010 hasta febrero de 2026. En el modelo se incluyen, además de la sorpresa fiscal, los *shocks* monetarios locales<sup>5</sup> —que capturan posibles sorpresas en la política monetaria—<sup>6</sup> y diversos factores globales<sup>7</sup>.

**Aumento del riesgo soberano y depreciación de la moneda tras un *shock* fiscal negativo**

¿Qué ocurre tras producirse una sorpresa fiscal negativa? En Colombia, tras un *shock* fiscal negativo, se observa una elevación inmediata y persistente de los CDS soberanos a

cinco años (gráfico 1). Este repunte lleva aparejada una depreciación del peso colombiano cercana al 0,7 % en las dos semanas posteriores (gráfico 2), que no se revierte en las dos semanas hábiles (diez días) posteriores y que ilustra el canal de transmisión del riesgo fiscal al tipo de cambio.

En Brasil ocurre algo similar, aunque con menor persistencia. Tras un deterioro de las perspectivas fiscales, los CDS soberanos se elevan y alcanzan en su punto máximo un incremento muy similar al de Colombia, aunque se empieza a revertir tres días después del *shock*. Igualmente, hacia el segundo día el real se deprecia hasta un máximo, luego se corrige ligeramente y, tras diez días, se estabiliza en una depreciación acumulada de en torno al 0,8 %.

**Impacto de las políticas fiscales en los tipos de cambio y las primas de riesgo soberanas**

En Brasil, la aprobación de la nueva regla fiscal en mayo de 2023 supuso un cambio relevante en el marco de la gestión macroeconómica del país, junto con la reforma, aprobada a finales de 2023, que introdujo un impuesto sobre el valor añadido que sustituirá gradualmente a otros impuestos indirectos. Todo ello propició una subida de la calificación soberana del país por primera vez desde 2018. No obstante, en 2024 comenzaron a surgir dudas sobre el cumplimiento de unos objetivos de superávit primario ambiciosos, que inicialmente el Ejecutivo no quiso modificar, pero cuyo probable incumplimiento generó una reacción de los mercados que llevó al Gobierno a anunciar, a finales de 2024, un recorte de gastos cercano al 2,5 % del PIB. En el caso de Colombia, las cuentas fiscales se han deteriorado en los últimos años y el marco

- 1 Los resultados se basan en Paula Garda y Michael Koelle. (2026). "Policy Shocks and Exchange Rate Dynamics in Colombia". OECD. Mimeo.
- 2 Por ejemplo, se eliminan todas las noticias que tengan que ver simplemente con la publicación de datos fiscales y aquellas que se refieren a declaraciones sobre políticas fiscales o reformas aún no discutidas ni aprobadas.
- 3 En concreto, el primer componente principal del cambio en los CDS soberanos con vencimientos a tres, cinco y diez años entre el día hábil anterior y el posterior a la publicación de la noticia fiscal relevante.
- 4 Óscar Jordà. (2005). "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections". *American Economic Review*, 95(1), pp. 161-182.
- 5 La identificación de *shocks* monetarios sigue el enfoque de Emi Nakamura y Jón Steinsson. (2018). "High-Frequency Identification of Monetary Non-Neutrality: The Information Effect". *The Quarterly Journal of Economics*, 133(3), pp. 1283-1330, y la metodología de Chunya Bu, John Rogers y Wenbin Wu. (2021). "A unified measure of Fed monetary policy shocks". *Journal of Monetary Economics*, 118, pp. 331-349, que corrige el denominado *information effect* [Michael D. Bauer y Eric T. Swanson. (2023). "An Alternative Explanation for the Fed Information Effect". *American Economic Review*, 113(3), pp. 664-700].
- 6 Estas sorpresas se identifican a partir de cambios inesperados en los rendimientos soberanos en torno a las decisiones de política monetaria, recopiladas a partir de las comunicaciones de los bancos centrales, y reflejan revisiones en las expectativas sobre la trayectoria futura de los tipos de interés.
- 7 Los factores globales incluidos son el tipo de cambio del dólar frente a una cesta de monedas (DXY), la volatilidad de la bolsa de Estados Unidos (VIX) y los precios de la soja (Brasil) o del petróleo WTI (Colombia). Se incluyen además efectos fijos de calendario.

Recuadro 3

**LA TRANSMISIÓN DE LAS SORPRESAS FISCALES AL TIPO DE CAMBIO Y AL RIESGO SOBERANO EN BRASIL Y COLOMBIA (cont.)**

fiscal ha experimentado varios ajustes. En 2024, el cumplimiento de la regla fiscal se logró en parte mediante operaciones puntuales (*one-off transactions*), que no fueron avaladas por el Consejo Fiscal. En 2025, ante presiones de ingresos fiscales inferiores a lo previsto y la creciente rigidez del gasto, las autoridades activaron la

cláusula de escape de la regla fiscal y suspendieron temporalmente su aplicación hasta 2027. Estos cambios en la implementación del marco fiscal, junto con revisiones sucesivas de las metas, han debilitado la credibilidad de la regla y han generado mayor incertidumbre sobre la trayectoria de consolidación a medio plazo.

Gráfico 1

Función de impulso-respuesta a *shocks* fiscales negativos: CDS soberanos a cinco años (a)

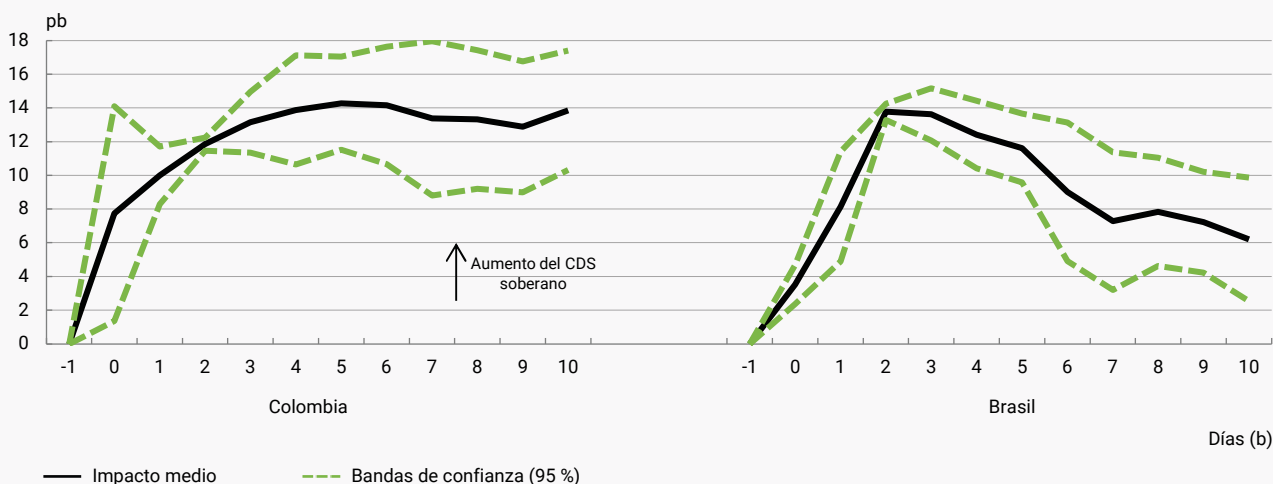
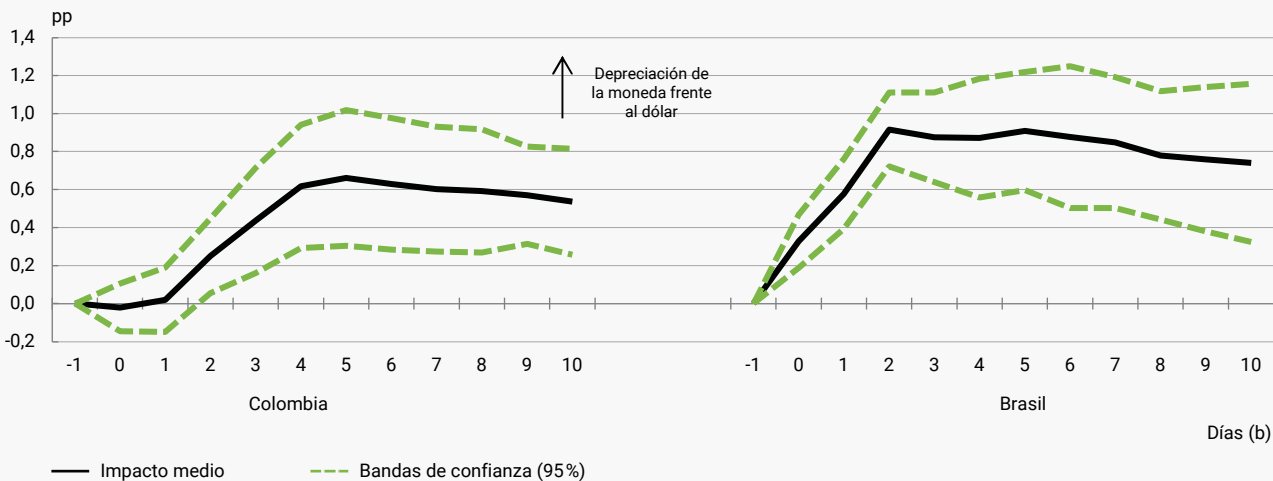


Gráfico 2

Función de impulso-respuesta a *shocks* fiscales negativos: tipo de cambio frente al dólar (a)



FUENTE: Paula Garda y Michael Koelle. (2026). "Policy Shocks and Exchange Rate Dynamics in Colombia". OECD. Mimeo.

- a La línea basada en el modelo muestra el movimiento acumulado de los CDS soberanos a cinco años y el tipo de cambio frente al dólar implícito tras un *shock* fiscal negativo, calculado a partir de las funciones impulso-respuesta estimadas en los gráficos 1 y 2. La contribución se obtiene aplicando los coeficientes estimados al promedio de los *shocks* fiscales negativos observados en 2025 (Colombia) y 2024 (Brasil) y acumulando sus efectos dinámicos. La línea observada corresponde al movimiento del tipo de cambio y los CDS soberanos a cinco años en promedio tras un *shock* fiscal.
- b Días transcurridos desde la ocurrencia del *shock* fiscal (punto 0 del eje).

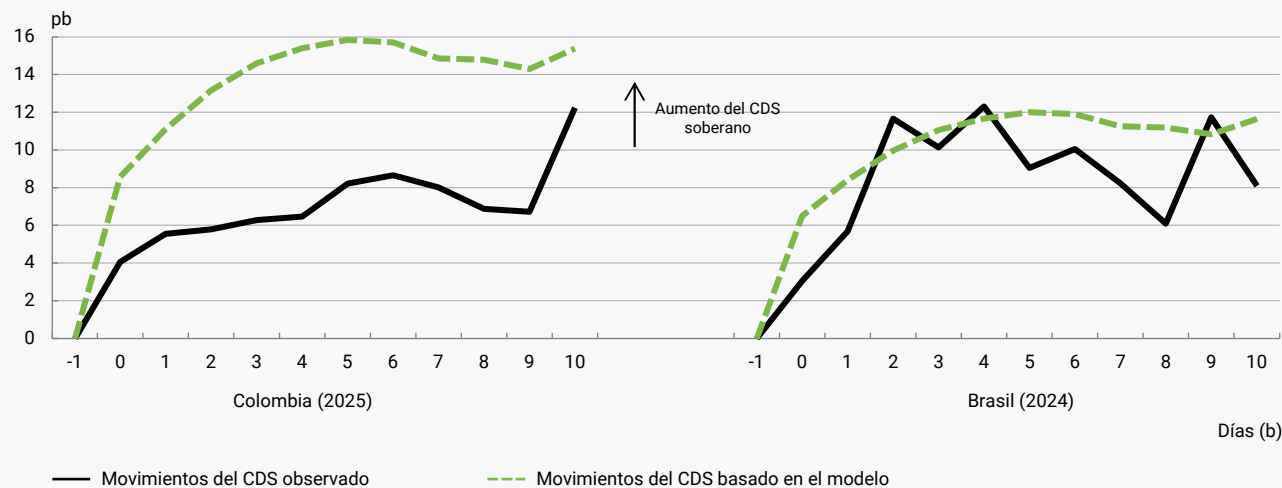
Recuadro 3

**LA TRANSMISIÓN DE LAS SORPRESAS FISCALES AL TIPO DE CAMBIO Y AL RIESGO SOBERANO EN BRASIL Y COLOMBIA (cont.)**

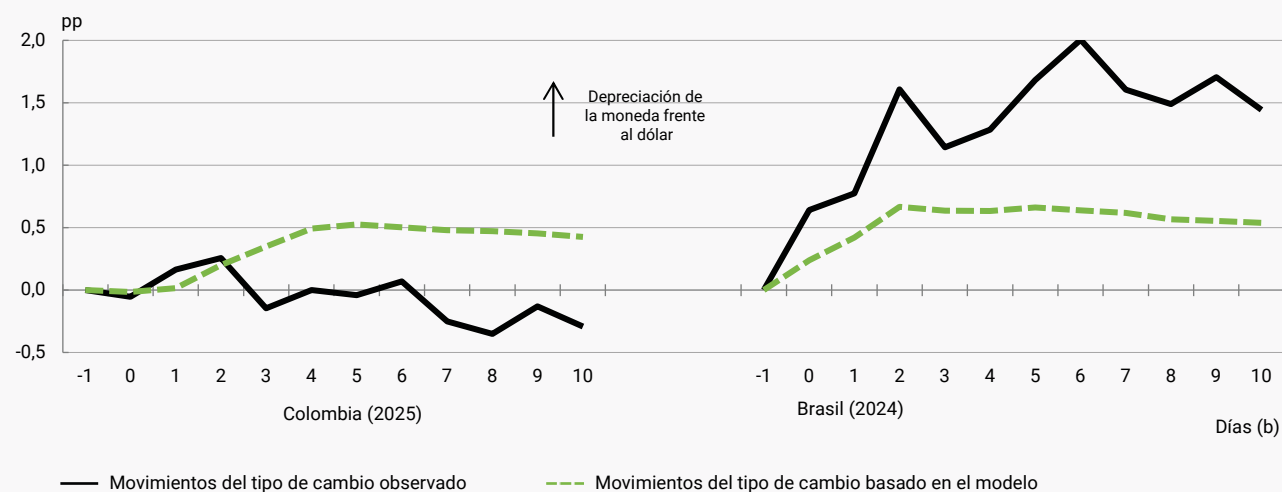
La evidencia presentada en este recuadro indica que las noticias fiscales negativas ejercen presiones depreciatorias y causan un aumento significativo de los CDS soberanos. Por eso se elaboran contrafactuales que identifican la contribución de las sorpresas fiscales a la

evolución del riesgo soberano y al tipo de cambio. Para ello, se han elegido los años 2025 en Colombia y 2024 en Brasil, puesto que, como se ha descrito anteriormente, son los años en los que predominan las sorpresas fiscales negativas en cada país. El gráfico 3 muestra en una

**Gráfico 3**  
Presión implícita sobre los CDS soberanos a cinco años de los shocks fiscales negativos (a)



**Gráfico 4**  
Presión implícita depreciatoria de los shocks fiscales negativos (a)



**FUENTE:** Paula Garda y Michael Koelle. (2026). "Policy Shocks and Exchange Rate Dynamics in Colombia". OECD. Mimeo.

- a La línea basada en el modelo muestra el movimiento acumulado de los CDS soberanos a cinco años y el tipo de cambio frente al dólar implícito tras un shock fiscal negativo, calculado a partir de las funciones impulso-respuesta estimadas en los gráficos 1 y 2. La contribución se obtiene aplicando los coeficientes estimados al promedio de los shocks fiscales negativos observados en 2025 (Colombia) y 2024 (Brasil) y acumulando sus efectos dinámicos. La línea observada corresponde al movimiento del tipo de cambio y los CDS soberanos a cinco años en promedio tras un shock fiscal.
- b Días transcurridos desde la ocurrencia del shock fiscal (punto 0 del eje).

## Recuadro 3

**LA TRANSMISIÓN DE LAS SORPRESAS FISCALES AL TIPO DE CAMBIO Y AL RIESGO SOBERANO EN BRASIL Y COLOMBIA (cont.)**

ventana de diez días la evolución observada de los CDS soberanos de Colombia y Brasil (línea negra) junto a los efectos generados sobre dichos CDS soberanos por los respectivos *shocks* fiscales negativos en los años seleccionados (línea verde). Acumulando todas las sorpresas fiscales negativas del año, según estas estimaciones, los *shocks* fiscales negativos elevaron los CDS en 92 puntos básicos (pb) y 69 pb en Colombia en 2025 y en Brasil en 2024, respectivamente<sup>8</sup>.

En cuanto al tipo de cambio, el gráfico 4 muestra la evolución promedio observada y la resultante de los *shocks* fiscales negativos en ambos países para los años seleccionados. En este caso, los *shocks* fiscales negativos habrían generado una depreciación de la divisa colombiana de 4,3 puntos porcentuales (pp) en el conjunto de 2025, mientras que, en términos netos, es decir, si se tienen en cuenta también los *shocks* fiscales positivos, habrían impulsado una depreciación de la divisa colombiana de 2,6 pp. En definitiva, en ausencia de presiones fiscales, el tipo de cambio colombiano se habría apreciado casi un 3 % más de lo que lo hizo en 2025, en línea con la dinámica observada en otras economías de la región beneficiadas por un entorno externo favorable.

Brasil muestra en 2024 un patrón algo diferente, ya que el real registró una tendencia depreciatoria a lo largo del

año. La estimación del modelo indica que los *shocks* fiscales negativos generaron presiones depreciatorias persistentes sobre el real. Esto contribuyó en cerca de un tercio a la depreciación total en las dos semanas hábiles después de un *shock* fiscal (gráfico 4). En términos acumulados para todo el año, la contribución a la depreciación del real en 2024 de los *shocks* fiscales negativos habría sido de 3,8 pp, o de 1,8 pp si se consideraran *shocks* positivos y negativos.

**Conclusiones**

Los resultados presentados en el recuadro muestran que las sorpresas fiscales negativas elevan rápidamente el riesgo soberano medido por los CDS y generan presiones depreciatorias sobre el tipo de cambio. Esto subraya, al mismo tiempo, la importancia de una estrategia sostenida y creíble de consolidación fiscal y la necesidad de comunicar con claridad cualquier desviación respecto a la trayectoria anunciada, cumplir los marcos fiscales existentes y fortalecer las instituciones. Estas medidas son esenciales para anclar las expectativas, limitar las primas de riesgo soberano, asegurar una trayectoria de crecimiento más estable y sostenible y reducir las presiones sobre la política monetaria derivadas de riesgos de estabilidad financiera.

8 Si se tienen en cuenta también los *shocks* fiscales positivos, es decir, aquellos que refuerzan la credibilidad fiscal, las cifras serían de 49 pb y 53 pb para Colombia y Brasil, respectivamente.