

LA POLITICA DE ENDEUDAMIENTO EXTERNO DE COLOMBIA
A FINES DE LA DECADA DE LOS OCHENTA *

José Antonio Ocampo

El resurgimiento del debate sobre endeudamiento externo en Colombia tiene dos orígenes diferentes. El primero es el deterioro marcado del mercado internacional de capitales a lo largo de 1987, que plantea serios interrogantes sobre la viabilidad de una estrategia de financiamiento voluntario como la que ha adoptado el gobierno nacional. El segundo es el consenso que se ha despertado en el país en torno a la necesidad de mantener ritmos de crecimiento económico satisfactorios, que permitan corregir rápidamente los desequilibrios que caracterizan el mercado de trabajo y asignar recursos crecientes a programas de gasto público social. Las considerables amortizaciones de capital previstas para los últimos años de la década y las incertidumbres crecientes que rodean el panorama de la economía mundial indican que la disponibilidad de divisas puede continuar siendo un obstáculo básico para lograr estos objetivos.

En este trabajo se discute la política de endeudamiento externo de Colombia a fines de la década de los ochenta a la luz

* Director de FEDESARROLLO. Este trabajo hace parte de una investigación más amplia sobre "Políticas monetarias y financieras en una economía abierta" que cuenta con el apoyo del Centro Internacional de Investigaciones para el desarrollo (CIID) del Canadá.

de estas consideraciones. El ensayo se divide en cuatro partes. En la primera se reseñan brevemente las tendencias del endeudamiento en las últimas décadas. En la segunda se resume la estrategia actual de financiamiento externo del gobierno. En la tercera se analiza el impacto de la política de financiamiento sobre el crecimiento económico. Finalmente, en la cuarta sección se discuten los posibles impactos de los desarrollos en el mercado internacional de capitales sobre la estrategia de financiamiento.

I. TENDENCIAS DEL ENDEUDAMIENTO EXTERNO COLOMBIANO

La considerable literatura que se ha acumulado en el país en los últimos años ^{1/} permite analizar con precisión las tendencias del endeudamiento externo colombiano en la posguerra y, en particular, a partir de 1970. Como lo indica el Cuadro No. 1, al finalizar la Segunda Guerra Mundial, la deuda externa bruta de Colombia era aproximadamente igual al monto de las reservas internacionales. Esta situación fue el resultado de la favorable

^{1/} Véanse, entre otros, Guillermo Perry, Roberto Junguito y Nohra de Junguito, "Política económica y endeudamiento externo en Colombia, 1970-1980", Desarrollo y Sociedad, No. 6, Julio de 1981; Leonardo Villar, "Nuevas tendencias en el endeudamiento externo colombiano", Coyuntura Económica, Septiembre de 1983; "Notas Editoriales", Revista del Banco de la Republica, Noviembre de 1986; José Antonio Ocampo, "Foreign Aid and Development in Colombia", Ponencia presentada en la Conferencia sobre Ayuda Externa, Flujos de Capital y Desarrollo organizada por el Banco Mundial y el Centro para el Desarrollo Económico en Tailloires, Francia, Septiembre de 1987.

renegociación de la deuda externa bajo la Administración Santos --que permitió al país pagar a la postre sólo la mitad de las obligaciones contraídas en el mercado de bonos en la década del veinte-- y de la acumulación de un monto sustancial de reservas internacionales durante los años de la guerra. A partir de entonces se inició un período de crecimiento constante del endeudamiento externo, particularmente del sector privado, que terminó en 1956. Aunque los coeficientes de endeudamiento prevalecientes en dicho año eran moderados (véase el Cuadro No. 1), la acumulación de un monto considerable de pasivos de corto plazo obligó al país a adoptar un proceso de ajuste severo y a convertir parte de estos pasivos en obligaciones de mediano plazo.

En 1962 se inició una nueva fase de endeudamiento externo ascendente que, a diferencia del período 1945-1956, se orientó primordialmente hacia el sector público. El elemento más importante en esta nueva etapa fue la importancia que adquirieron los créditos concesionales otorgados al país por la AID en el marco de la Alianza para el Progreso. No obstante, esta fase se apoyó también en otras fuentes oficiales, algunas de ellas de vieja data (el Banco Mundial, cuyos préstamos al país se habían iniciado en 1949) y otras de reciente creación (en especial el Banco Interamericano de Desarrollo), así como en el acceso renovado a fuentes privadas, tanto por parte del sector público como del privado. En efecto, según lo indica el Cuadro

No. 2, a comienzos de la década del setenta, la banca comercial (cuyos recursos se miden en este periodo a través de la columna "resto de la deuda externa") se convirtió en la fuente más dinámica de nuevos créditos para el país. Entre 1970 y 1974, la banca comercial aumentó su participación en el total de la deuda externa colombiana de poco más de una cuarta parte del total a cerca del 40% (véase al respecto el Cuadro No. 3).

El final de esta nueva fase de endeudamiento creciente es difícil de determinar. De acuerdo con los cálculos convencionales, los mayores coeficientes de endeudamiento externo se alcanzaron en 1971, cuando ya de hecho habían llegado a niveles muy elevados (véase el Cuadro No. 1). La deuda bruta real alcanzó su pico en 1972 y en el caso del sector público el año siguiente ^{2/}. Sin embargo, algunos componentes del endeudamiento externo siguieron creciendo rápidamente hasta 1974 (la deuda pública con bancos comerciales y organismos multilaterales crecieron en este último año 23.7 y 13.8%, respectivamente). De hecho dos circunstancias permitieron que los coeficientes de endeudamiento mejoraran considerablemente en relación con los niveles alcanzados en 1971. La primera fue la mejoría acelerada de la cuenta corriente con el resto del mundo, como reflejo del crecimiento de las exportaciones menores, de la bonanza de precios de materias primas y de la menor demanda de importaciones que tuvo el país una vez satisfechos los excesos de demanda

^{2/} Villar, op. cit., Cuadro No. 2.

acumulados durante los años de escasez severa de divisas de la década del sesenta. De hecho, debido al cierre acelerado del déficit en cuenta corriente, el gobierno se vió obligado a adoptar desde 1971 medidas para controlar el crecimiento de la deuda externa privada ^{3/}. Un segundo factor, no menos favorable, fue la aceleración inesperada de la inflación mundial durante los primeros años de la década, que generó una ganancia extraordinaria (windfall gain) para el país, al reducir el valor real de los créditos contratados en los años anteriores. Esto es particularmente cierto de los préstamos de la AID, que habían sido contratados en condiciones extremadamente favorables ^{4/}.

La bonanza cafetera que se inició en 1975 aceleró la caída de los coeficientes de endeudamiento externo del país. La sucesión de cinco años consecutivos de superavit en cuenta corriente con el resto del mundo redujo la deuda externa neta a montos que a fines de 1980 representaban tan sólo un 32% de las exportaciones de bienes y oro (véase el Cuadro No. 1). Este comportamiento del endeudamiento neto fue compatible, sin embargo, con dos fases enteramente diferentes de la política de

^{3/} Juan Carlos Jaramillo y Fernando Montes, "Comportamiento del endeudamiento privado externo para la financiación de importaciones : 1971-1977", Revista del Banco de la Republica, Marzo de 1978.

^{4/} Los primeros préstamos fueron otorgados con plazos de 40 años, 10 de gracia y tasas de interés del 1% durante el período de gracia y 2.5% con posterioridad. A fines de la década del sesenta estas tasas se elevaron a 2 y 3%, respectivamente.

endeudamiento externo, que se siguieron durante las administraciones López Michelsen y Turbay Ayala. Mientras en la primera se adoptaron medidas severas de restricción fiscal y de control al endeudamiento externo del sector privado, durante la segunda se retiraron dramáticamente estas medidas. La diferencia entre las políticas adoptadas en una y otra administración se aprecian con claridad en los Cuadros 2 y 3. En el primero se muestra con claridad la reducción notoria en el ritmo de crecimiento de la deuda, particularmente con la banca comercial, entre 1970-1974 y 1974-1978. De hecho, durante este último período el crecimiento de la deuda externa bruta fue muy inferior a la inflación mundial prevaleciente. A partir de 1979 se produjo, por el contrario, un crecimiento espectacular de la deuda externa colombiana, tanto pública como privada, con recursos provenientes particularmente de la banca comercial.

La tendencia explosiva del endeudamiento con la banca comercial se prolongó hasta 1982, cuando la crisis mexicana cerró esta fuente de recursos para los países latinoamericanos. En total, entre 1978 y 1982 la banca comercial contribuyó con cuatro quintas partes del nuevo endeudamiento externo del país, pasando de representar un 40% de la deuda externa colombiana a cerca de dos terceras partes (Cuadro No. 3). Como, además, en 1981 y 1982 esta situación coincidió con desequilibrios galopantes en cuenta corriente, la situación de endeudamiento neto comenzó a deteriorarse a un ritmo acelerado. Estos hechos desvirtúan, así,

la apreciación corriente según la cual Colombia escapó a la tendencia al sobre-endeudamiento que caracterizó a América Latina a partir del primer choque petrolero y que mantuvo un perfil de endeudamiento externo favorable, gracias a la mayor dependencia de organismos oficiales, especialmente de carácter multilateral. Esta apreciación, que es ciertamente correcta para el período 1974-1978, es claramente inadecuada para caracterizar los cuatro años siguientes. Durante este último período, la deuda externa no sólo aumentó a un ritmo extraordinariamente alto, sino que su perfil se deterioró rápidamente, debido a la excesiva dependencia de recursos de origen comercial. La altísima concentración de créditos de corto plazo a fines de 1982 (véase el Cuadro No. 4) y la gran concentración de amortizaciones de la deuda externa en los últimos años de la década del ochenta (véase la sección siguiente) son precisamente un reflejo de una dependencia excesiva de la banca comercial durante los años de endeudamiento externo acelerado que trascurrieron entre 1978 y 1982.

A partir de 1983 la crisis de la deuda latinoamericana afectó a Colombia de tres maneras diferentes. En primer término, interrumpió el acceso a recursos de la banca comercial, que pasaron a crecer a ritmos extremadamente lentos, perdiendo rápidamente participación dentro de la deuda externa total (véanse los Cuadros 2 y 3). En segundo lugar, las condiciones financieras de los nuevos créditos tendieron a deteriorarse inicialmente y a rezagarse en relación con aquellas que

consiguieron otros países latinoamericanos en los procesos de reestructuración multianual de sus obligaciones. En efecto, los márgenes sobre la tasa interbancaria internacional (Libor) típicos en los grandes préstamos contratados por entidades públicas con la banca comercial aumentaron de 0.5-0.75% en 1979-1982 a 1.63 en 1983 y 1.5 en el crédito Jumbo contratado en 1985 5/. En el crédito "Concorde" en trámite este margen se ha reducido de nuevo a un 0.94%, pero aún así resulta más alto que aquellos que han logrado otros países latinoamericanos en sus negociaciones recientes. Igual cosa acontece con los plazos y períodos de gracia obtenidos en las renegociaciones latinoamericanas en comparación con el nuevo crédito comercial contratado por el país 6/. Finalmente, Colombia no ha escapado a la necesidad de negociar con una banca "cartelizada" --para utilizar la expresión de Carlos Díaz-Alejandro 7/-- ni a la condicionalidad implícita en los nuevos recursos contratados, según veremos e! la última sección de este documento.

Pese a este conjunto de circunstancias adversas, Colombia ha logrado aumentar su deuda externa a un ritmo relativamente rápido

-
- 5/ "Notas Editoriales", Revista del Banco de la República, Agosto de 1987, Cuadro No. 2.
- 6/ La Nota Económica, No. 23, Agosto 15 de 1987.
- 7/ Carlos F. Díaz-Alejandro, "Algunos aspectos de la crisis del desarrollo en América Latina", en Rosemary Thorp y Laurence Whitehead (eds.), La crisis de la deuda en América Latina, Bogotá : Siglo XXI-FEDESARROLLO, 1986.

desde 1982 (un 10% anual), gracias al acceso creciente a recursos diferentes a los de la banca comercial --entidades multi y bilaterales y, secundariamente, proveedores y emisión de bonos en el mercado internacional (véase el Cuadro No. 2). De hecho, el crecimiento de este tipo de recursos ha sido mucho más rápido después de 1982 de lo que fue típico durante la fase de endeudamiento externo acelerado, 1978-1982. Al mismo tiempo, el país ha logrado una mejora significativa en el perfil de su deuda externa, que se refleja, no sólo en la disminución en la importancia de la banca comercial en la deuda total (del 65 al 51% entre 1982 y 1986, de acuerdo con el Cuadro No. 3) sino, aún más importante, en la conversión de deudas de corto plazo, tanto públicas como privadas, en deuda pública de mediano y largo plazo (véase el Cuadro No. 4). De esta manera, gracias al acceso a recursos diferentes a los de la banca comercial, Colombia ha logrado aproximarse mucho más al estereotipo de un país con un buen perfil de endeudamiento externo. El estereotipo no se cumple perfectamente, sin embargo, debido a la carga de amortizaciones de la deuda con la banca comercial prevista para los próximos años, como reflejo de la gran concentración de contrataciones de créditos con estas entidades en el período 1978-1982 (véase al respecto la sección siguiente de este trabajo).

Conviene anotar, finalmente que, pese a la tendencia favorable que desde 1983 mostró la cuenta corriente de la balanza de pagos, los coeficientes de endeudamiento externo neto del país

se siguieron deteriorando hasta alcanzar en 1985 más de tres años de exportaciones de bienes y oro no monetario, sobrepasando así por un margen amplio los niveles de 1971 (véase el Cuadro No. 1)

8/. No obstante, gracias a la bonanza cafetera de 1986, Colombia logró reducir sustancialmente sus relaciones de endeudamiento externo y retornar a niveles que, aunque altos para el patrón histórico del país, siguen siendo moderados desde el punto de vista del conjunto de la región.

II. LA ESTRATEGIA ACTUAL DE FINANCIAMIENTO EXTERNO

La estrategia oficial de endeudamiento externo del gobierno colombiano se sustenta en cuatro diagnósticos fundamentales : 9/

1. La ausencia de desequilibrios macroeconómicos básicos y, por ende, los montos relativamente modestos de financiamiento

8/ De acuerdo con los cálculos del Banco de la República ("Notas Editoriales", Revista del Banco de la República, Noviembre de 1986, Cuadro No. 4), la relación Deuda/PIB alcanzó un nuevo pico en 1984 (41.7%), muy superior al nivel más alto alcanzado con anterioridad, en 1972 (27.3%). Sin embargo, como se sabe muy bien, este estimativo está afectado por la tasa de cambio real del peso colombiano.

9/ República de Colombia, Programación Financiera 1987-1990, Bogotá, Mayo de 1987, "Notas Editoriales", Revista del Banco de la República, Agosto de 1987, y Mauricio Cabrera Galvis, "Notas sobre la estrategia colombiana de endeudamiento externo en el mercado voluntario de capitales", Debates de Coyuntura Económica, No. 6, Junio de 1987. Véase también el documento de Hugo Palacios Mejía, "El financiamiento externo colombiano entre 1987 y 1990 : Negociación o Reprogramación?", Debates de Coyuntura Económica, No. 6, Junio de 1987.

neto necesario para alcanzar tasas aceptables de crecimiento económico.

2. Las considerables amortizaciones de capital previstas para los próximos años que exigen, en cualquier caso, contrataciones considerables de nuevos créditos externos.

3. El cambio en la naturaleza de los prestatarios necesaria para poder llevar a cabo la redistribución del gasto público que requiere el plan de desarrollo de la Administración Barco.

4. La inconveniencia de una estrategia de refinanciación y, por el contrario, la factibilidad de un acceso voluntario del país al mercado financiero internacional.

Las proyecciones en las cuales se sustenta el primer diagnóstico del gobierno se resumen en el Cuadro No. 5, donde se comparan previsiones oficiales para el período 1987-1992 --que suponen un crecimiento del PIB del 4.5% en 1987 y 4.0% con posterioridad-- con los resultados de la balanza de pagos en el período de gran desajuste externo, 1981-1984. Como puede apreciarse, gracias al crecimiento de las exportaciones y pese al significativo déficit de servicios financieros previsto para los próximos años, el déficit en cuenta corriente promedio será apenas una tercera parte de aquel que caracterizó a la economía colombiana a comienzos de la década del ochenta. Más aún, como se espera que una proporción considerable de este déficit sea financiado por la inversión extranjera directa, las necesidades

de endeudamiento neto adicional son modestas. De acuerdo con los datos del Cuadro No. 2, se espera que la deuda externa del país aumente unos US\$500 millones por año, a una tasa de sólo un 3% anual, que es muy inferior al crecimiento previsto de las exportaciones (poco más del 6% entre 1986 y 1992). Aunque la deuda externa neta aumentaría a un ritmo un poco mayor, del 4% aproximadamente (al acrecentarse de US\$11.500 a US\$14.800 millones, aproximadamente, durante el período de la proyección), este ritmo sería también inferior al de las exportaciones, por lo cual es previsible, de acuerdo con el gobierno, que los coeficientes de endeudamiento externo sean inferiores en 1992 a los que se lograron al final de la bonanza cafetera de 1986.

No obstante, las necesidades de nuevos créditos serán considerables, debido a las grandes amortizaciones de capital previstas para los próximos años. En efecto, según se indica en el Cuadro No. 5, las amortizaciones de deuda pública de mediano y largo plazo serán casi cuatro veces a aquellas típicas en 1981-1984 y compensan casi enteramente la mejoría en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Más aún, si se quiere evitar una nueva caída de las reservas internacionales, será necesario aumentar considerablemente las contrataciones de crédito externo del sector público por encima del nivel ya alto del período 1981-1984. La razón básica de estas amortizaciones es el vencimiento de los grandes créditos contratados con la banca comercial durante los años de acelerado endeudamiento externo que se

iniciaron en 1979. De hecho, según lo indica el Cuadro No. 6, las amortizaciones de capital previstas con los bancos comerciales equivalen al monto total de la deuda externa que estas entidades financieras habían desembolsado al país a fines de 1986 y a un 94% de aquel que se encontraba contratado con ellas en igual fecha. Las proporciones correspondientes son también elevadas en el caso de los créditos con proveedores (pero en este caso no parecen existir mayores dificultades para contratar nuevos créditos sobre una base estrictamente voluntaria) y sólo oscilan en torno a un 40% de la deuda contratada en el caso de los bancos multi- y bilaterales. Así las cosas, como lo afirma el gobierno en el documento presentado a los bancos comerciales :

"Por todo lo anterior, las posibles dificultades que se vislumbran en el escenario de mediano plazo de la balanza de pagos del país no corresponden ni a excesos de demanda internos generados por desajustes fiscales y monetarios, ni a atraso en la tasa de cambio real del peso, sino que se centran, en lo fundamental, en el perfil de amortizaciones de la deuda pública externa, sobre todo con la banca comercial. Para garantizar la continuidad de este proceso, dentro de un marco de crecimiento económico, resulta imprescindible contar con acceso oportuno a las fuentes de financiamiento externo, en montos relativamente modestos. Sin ello, Colombia se convertiría, en cuantías no sostenibles, en un exportador neto de capitales" ^{10/}.

El tercer elemento de la estrategia de financiamiento del gobierno es la necesidad de redistribuir un monto considerable de recursos públicos, desde aquellos sectores que fueron el eje de

^{10/} República de Colombia, op. cit., p. 10.

la inversión pública y el endeudamiento externo a fines de la década del setenta y comienzos de los ochenta, hacia los sectores sociales que juegan el papel fundamental en el Plan de Economía Social de la Administración Barco. En efecto, el nuevo plan de desarrollo prevé que la participación de los sectores de infraestructura (eléctrico, transporte y comunicaciones) y minería disminuirá de un 75% de la inversión del gobierno y de las entidades nacionales en 1987 a un 52% en 1990 ^{11/}. Aunque parte de esta transferencia de recursos se hará a través de mecanismos estrictamente domésticos (el pago pleno de impuesto a la renta por parte de ECOPETROL, las transferencias de este último organismo al gobierno nacional o la utilización de algunos de sus recursos para programas sociales en regiones petroleras, por ejemplo), la estrategia de financiamiento oficial equivale a utilizar el sistema financiero internacional para hacer una redistribución de recursos entre entidades públicas nacionales : las empresas endeudadas pagan sus obligaciones al exterior y parte de estas erogaciones retornan al gobierno nacional u otras entidades para nuevos programas sociales.

De las consideraciones anteriores se deduce claramente que el gobierno nacional no descarta la opción de reprogramación de la deuda porque los montos susceptibles de tal medida serían reducidos. Por el contrario, al afirmar que el perfil de

^{11/} Departamento Nacional de Planeación, Plan de Economía Social, Bogotá, Agosto de 1987, Cuadro No. 6, p. 317.

amortizaciones es la única fuente previsible de dificultades en el frente externo, su diagnóstico podría servir de sustento a una estrategia de reprogramación, particularmente si se incluyen dentro de las negociaciones los pagos de interés de los próximos años. No obstante, el gobierno ha optado por lo que podríamos denominar una refinanciación implícita, voluntaria o de mercado, por oposición a la estrategia de reprogramación explícita pregonada por el Partido Social Conservador. Así parece reconocerlo el propio Banco de la República, al afirmar que las autoridades económicas optaron por "solicitar nuevos recursos a la banca que le permitieran refinanciar una parte importante de las amortizaciones de los próximos años" 12/.

El rechazo a la reprogramación explícita se basa, en opinión del gobierno, en los costos que podría tener esta estrategia para Colombia y en las distorsiones que generaría en las finanzas intergubernamentales. Desde el primer punto de vista, las autoridades argumentan que, pese a que las condiciones financieras obtenidas en el esquema de participación voluntaria son menos favorables que las obtenidas por otros países en los procesos de reprogramación, debido a la necesidad de ofrecer a los bancos condiciones lo suficientemente atractivas como para inducirlos a la operación, el país evita otros costos : las tasas de interés de mora durante algún período que caracterizan estos

12/ "Notas Editoriales", Revista del Banco de la República, Agosto de 1987, p. IX.

procesos alternativos, las mayores comisiones de seguros; el encarecimiento y la dificultad en las operaciones de financiamiento comercial, etc. A ello podríamos agregar el impacto que la decisión de reestructurar su deuda tendría sobre la oferta de recursos provenientes de fuentes no comerciales, en las cuales se ha basado la estrategia de financiamiento externo de Colombia desde 1983, según vimos en la sección anterior de este trabajo. Fuera de lo anterior, el rechazo a la reprogramación se basa, de acuerdo con el gobierno, en las rigideces institucionales que existen para que el país pueda canalizar los recursos entre distintas entidades públicas por medios exclusivamente domésticos. El Banco de la República ha expresado este punto de vista con gran nitidez :

"Finalmente, surgiría una discrepancia entre las necesidades de recursos de las entidades que están adelantando planes de inversión prioritarios, y aquellas que deben repagar obligaciones externas durante los próximos años, correspondientes a proyectos ya culminados, en el evento de una reestructuración. Desde un punto de vista puramente fiscal, el antiguo deudor recibiría beneficios injustificados, impidiendo la reorientación del gasto público e introduciendo una gran rigidez en su manejo. Una reprogramación no solamente conduciría a una asignación ineficiente de los recursos, sino que además podría llevar, en ausencia de medidas tendientes a captar los excedentes de liquidez que se generarían, a un relajamiento de la disciplina fiscal" ^{13/}.

^{13/} Ibid, p. XI.

La estrategia oficial puede ser criticada desde diversos puntos de vista ^{14/}. El primero y más importante se refiere a las tasas de crecimiento económico que supone el programa de financiamiento del gobierno. De hecho, uno de los elementos más desconcertantes de la programación macroeconómica presentada por el gobierno a la comunidad financiera internacional es el contraste entre la imagen que se proyecta del país y las metas implícitas de crecimiento económico. En efecto, en dicho documento el gobierno argumenta, con razones sobradas, que los agregados macroeconómicos del país se encontraban ajustados a fines de 1986 y que los niveles de endeudamiento externo eran moderados. Sin embargo, a partir de este diagnóstico proyecta ritmos de crecimiento económicos que, aunque el documento caracteriza como "vigorosos" ^{15/}, son muy inferiores al promedio histórico del país, a la necesidad de cerrar la brecha entre el PIB actual y el potencial y, ante todo a la indiscutible conveniencia de corregir los considerables desequilibrios en el mercado de trabajo generados por la recesión de comienzos de los años ochenta y el proceso de ajuste reciente. Curiosamente, el

^{14/} Véase, por ejemplo, Antonio Urdinola y Fanny Kertzman, "La deuda externa colombiana : La penúltima moda?", Debates de Coyuntura Económica, No. 6, Junio de 1987; Rodrigo Marín Bernal, "La reprogramación : una propuesta con fundamento", Economía Colombiana, Julio-Agosto de 1987; Eduardo Sarmiento Palacio, "Del ajuste a la refinanciación de la deuda", El Espectador, 14 de Junio de 1987, p. 4-D, y Hacia un modelo de crecimiento equitativo, Bogotá : Universidad de los Andes, 1987, cap. X.

^{15/} República de Colombia, op. cit., p. 18.

Plan de Desarrollo eleva a un 5% la tasa de crecimiento esperada hasta 1990, pero no analiza las implicaciones de este mayor ritmo de crecimiento sobre las necesidades de financiamiento externo 16/.

Una segunda crítica se relaciona con la factibilidad de la estrategia oficial en el contexto del mercado internacional de capitales. En efecto, los riesgos de la "refinanciación voluntaria" son la mayor incertidumbre sobre el monto y oportunidad de los recursos disponibles, la imposibilidad de hacer una programación multianual adecuada, y los beneficios inciertos, si el país no logra normalizar sus relaciones con la banca internacional. De acuerdo con algunos analistas, las incertidumbres que genera esta estrategia pueden constituirse en un freno a la inversión privada y a la actividad económica en general 17/.

Desde el punto de vista conceptual, puede también criticarse el excesivo énfasis que otorga el gobierno en su programa de financiamiento externo a la necesidad de canalizar recursos entre

16/ Departamento Nacional de Planeación, op. cit. Pese a la mayor tasa de crecimiento supuesta, la proyección de las importaciones de bienes y servicios de este documento (p. 336) es idéntica a la presentada en mayo a la banca internacional.

17/ Véanse los documentos citados en la Nota 14 y Nohra Rey de Marulanda, "La estrategia de endeudamiento externo, la perspectiva inmediata", Debates de Coyuntura Económica, No. 6, Junio de 1987.

distintas entidades públicas. En efecto, aunque las rigideces de las finanzas intergubernamentales son ciertamente importantes y pueden tornarse en un obstáculo para la ejecución del plan de desarrollo ^{18/}, viejos principios de política económica aconsejan que estos problemas se solucionen directamente, sin afectar otras áreas de la acción estatal --es decir, la política de financiamiento externo. De hecho, si el país optara por una estrategia de reprogramación, no es difícil pensar en mecanismos que, para utilizar la terminología del Banco de la República, captaran los excedentes de liquidez de las entidades endeudadas para transferirlos a los sectores bandera del plan de desarrollo, logrando así el propósito de redistribuir el gasto público.

Por último, la estrategia oficial puede ser criticada por algunas deficiencias de las proyecciones oficiales. En un trabajo reciente ^{19/} se han resaltado tres supuestos particulares que tienden a reducir las necesidades de endeudamiento externo del país : (a) el excesivo optimismo en materia de exportaciones menores, ya que el gobierno supone elasticidades-precio e ingreso de las exportaciones no tradicionales superiores a

^{18/} Véase al respecto FEDESARROLLO, "Un análisis del Plan de Economía Social", Debates de Coyuntura Económica, No. 8, Diciembre de 1987.

^{19/} Eduardo Lora y José Antonio Ocampo, "La deuda externa y las posibilidades de crecimiento económico en Colombia", en José Antonio Ocampo y Eduardo Sarmiento (eds.), ¿Hacia un nuevo modelo de desarrollo? Un Debate, Bogotá : Tercer Mundo-FEDESARROLLO-Universidad de los Andes, 1987.

aquellas que se han obtenido en estudios econométricos; (b) las bajas elasticidades-ingreso implícitas en las proyecciones de importaciones de servicios no financieros, que tienden a reducir los cálculos de egresos por dicho concepto; y (c) los supuestos excesivamente optimistas en materia de inversión extranjera directa, que equivale a suponer ingresos por este concepto similares a los de comienzos de los años ochenta (véase el Cuadro No. 5), cuando el proyecto de El Cerrejón estaba en montaje y las exploraciones de petróleo de las compañías extranjeras se encontraban en niveles relativamente elevados. Al hacer las correcciones correspondientes, el trabajo citado encontró que el gobierno estaba subestimando las necesidades de endeudamiento en unos US\$400 millones anuales en el período 1988-1992, bajo el supuesto de un crecimiento económico del 4% anual. Si esto es cierto, la deuda externa bruta del país tendría que aumentar a un ritmo sólo ligeramente inferior al 5% anual, alcanzando poco menos de US\$19.800 millones a fines de 1992, y la deuda neta a una tasa un poco mayor al 6%, alcanzando unos US\$16.500 millones en dicha fecha. Así las cosas, los coeficientes de endeudamiento externo no se reducirían ya que, según hemos visto, el crecimiento de las exportaciones sólo alcanzaría un 6% anual en relación con 1986 (véase, al respecto, la sección siguiente de este documento).

En el resto del trabajo, dejaremos de lado aquellas argumentaciones que se refieren a la reasignación del gasto

público ya, que, a juicio nuestro, no deben ocupar un papel central en el diseño de la estrategia de financiamiento externo. De esta manera, concentraremos nuestra atención en el análisis de la relación entre endeudamiento externo y crecimiento económico y en la factibilidad de la estrategia oficial de endeudamiento externo en el contexto del mercado internacional de capitales.

III. ENDEUDAMIENTO EXTERNO Y CRECIMIENTO ECONOMICO

Como se sabe ampliamente, existen dos enfoques alternativos para analizar la realización entre endeudamiento externo y crecimiento económico. Estos dos enfoques surgen de analizar distintos componentes de la identidad macroeconómica básica de una economía abierta. Según ella, el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos (B_{cc}) es igual a la diferencia entre el ahorro (A) y la inversión (I) domésticas. A su vez, si hacemos caso omiso de algunas partidas de la cuenta de capitales (fugas de capital privado y otros rubros menores) y de posibles errores y omisiones en las mediciones correspondientes, el balance en cuenta corriente debe tener como contrapartida, ya sea un movimiento en la dirección contraria de la inversión extranjera (I_e) o un cambio de signo nuevamente inverso en la deuda externa neta (ΔD), definida como la diferencia entre la deuda bruta desembolsada y las reservas internacionales del país :

$$(1) \quad B_{cc} = A - I = - \Delta D - I_e$$

El primer enfoque analiza la relación entre ahorro, inversión y endeudamiento externo. De acuerdo con este enfoque, el nuevo endeudamiento externo es necesario para financiar aquel exceso de inversión sobre ahorro que no financien directamente las empresas extranjeras. La dinámica del endeudamiento se analiza en este caso a través de la relación entre las tasas de ahorro e inversión, la tasa de crecimiento económico inducida por la mayor inversión y la tasa de interés. Este enfoque supone que la capacidad productiva determina en el el largo plazo la tasa de expansión de la economía y que existe una relación más o menos estrecha entre la tasa de inversión y el ritmo de crecimiento económico, que se mide a través de la relación marginal capital-producto. Este tipo de análisis coincide con lo que en la literatura del desarrollo se denomina una "brecha interna" ^{20/}. En el segundo tipo de análisis se resaltan, por el contrario, los determinantes de la cuenta corriente de la balanza de pagos --es decir, de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios no financieros y de los pagos de servicios financieros. En este tipo de enfoque, se supone que el endeudamiento externo viene a suplir una falta de divisas generada por el comportamiento de estas variables y que el ahorro, la inversión y la capacidad

^{20/} Este tipo de enfoque se encuentra, entre otros trabajos, en Dragoslav Avramovic *et al.*, Economic Growth and External Debt, Baltimore : John Hopkins Press, 1964, y Robert Solomon, "A perspective on the debt of developing countries", Brookings Papers on Economic Activity, 1977, No. 2. Véase también los trabajos citados en la Nota 22.

productiva son variables dependientes en un proceso de crecimiento determinado básicamente por la dinámica de la balanza de pagos ^{21/}. Dentro de este enfoque debemos diferenciar, a su vez, dos variantes : una, asociada al análisis de la "brecha externa", en la cual se supone que la oferta de divisas es una restricción al crecimiento económico, y otra, que podríamos denominar el enfoque "keynesiano", en la cual el país no tiene ninguna dificultad para financiar cualquier desequilibrio de la balanza de pagos y la actividad económica está determinada por la demanda agregada de bienes nacionales.

La determinación de cuál de estos enfoques es el apropiado en el caso colombiano es, por supuesto, esencial, ya que el efecto del endeudamiento externo sobre el crecimiento es muy diferente en uno y otro caso. En efecto, la "productividad" del endeudamiento externo --es decir, su impacto sobre la producción nacional-- es mucho mayor cuando la disponibilidad de divisas es la restricción básica al crecimiento que cuando la capacidad productiva desempeña dicho papel ^{22/}. La razón es bastante

^{21/} Véanse, por ejemplo, los trabajos citados en la Nota 22, Albert Fishlow, "La deuda externa de América Latina: ¿Problema o Solución?", en Ricardo Ffrench-Davis (ed.), Las relaciones financieras externas : su efecto en la economía latinoamericana, México : Fondo de Cultura Económica-CIEPLAN, 1983 y BID, La deuda externa y el desarrollo económico de América Latina, Washington, 1984.

^{22/} Hollis Chenery y Alan M. Strout, "Foreign Assistance and Economic Development", en Hollis Chenery Structural Change and Development Policy, Nueva York : Oxford University Press, 1979, Cap. 10 y Edmar L. Bacha,

simple: mientras en el primer caso el efecto sobre la producción depende de las importaciones marginales que se pueden financiar con el nuevo endeudamiento y, por ende, del inverso de la propensión marginal a importar (que es un monto alto, dado que dicha propensión es relativamente baja en Colombia), en el segundo depende de su contribución a la creación de nueva capacidad-productiva, es decir, del inverso de la relación marginal capital-producto (que es una fracción pequeña). En un enfoque keynesiano, la relación entre endeudamiento externo y crecimiento económico es aún más compleja, ya que depende del efecto que el mayor capital externo tenga sobre el gasto autónomo doméstico y del manejo de los instrumentos del sector externo ante la mayor afluencia de divisas. En este contexto, es posible que el mayor endeudamiento reduzca en vez de aumentar la producción doméstica, si su impacto sobre el gasto autónomo en moneda nacional es débil y, por el contrario, las autoridades responden a la mayor afluencia de divisas aumentando la apertura importadora del país o reduciendo los esfuerzos de diversificación de las exportaciones.

Desafortunadamente, no existen estudios econométricos que intenten dilucidar cuál de estos enfoques ha sido apropiado en distintas fases del desarrollo económico colombiano en la

"Crecimiento con oferta limitada de divisas : una revaluación del modelo de dos brechas", en El milagro y la crisis : economía brasileña y latinoamericana, México : Fondo de Cultura Económica, 1986, Cap. 16.

posguerra ^{23/}. No obstante, la escasa relación que ha existido entre la tasa de inversión y el ritmo de crecimiento en las principales fases del desarrollo económico colombiano en la posguerra pone en duda la validez del primero de estos enfoques. En efecto, según lo indica el Cuadro No. 7, desde mediados de la década del setenta la tasa de inversión ha sido relativamente constante en Colombia y la relación marginal capital-producto muy variable. Por el contrario, la actividad económica estuvo estrechamente asociada a la capacidad de compra de las exportaciones en los años cincuenta y sesenta, indicando que la "brecha externa" era la restricción básica al crecimiento en este período. La alta correlación entre una y otra variable desapareció en los años setenta. A partir de entonces, el manejo de la demanda agregada doméstica de la tasa de cambio y de los instrumentos selectivos de comercio exterior determinó la evolución del endeudamiento externo del país ^{24/}. En cualquier caso, es importante anotar que el ahorro externo (tal como se

^{23/} Una de las pocas excepciones es el trabajo de Mark Gersovitz, "The estimation of the two-gap model", Journal of International Economics, Vol. 12, 1982, pp. 111-124. Sin embargo, la definición de los regímenes del modelo de dos brechas se efectúa con base en especificaciones debatibles de la función de importaciones. En cualquier caso, los resultados que obtiene el autor para Colombia son claramente contraintuitivos, ya que indican que el país estuvo en una situación de brecha interna entre 1957 y 1967 y, por el contrario, enfrentó una virtual brecha externa durante los años de abundancia de divisas de los años cincuenta (1954-5) y setenta (1972-7).

^{24/} José Antonio Ocampo, "El desarrollo económico" en Introducción a la macroeconomía colombiana, Mimeo, FEDESARROLLO, 1987, Cap. 7.

define en contabilidad nacional, es decir como el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos) sólo ha representado una fracción importante del ahorro total o capacidad de compra externa del país en dos etapas del desarrollo económico colombiano : 1967-1974 y 1981-1984 (véase al respecto el Cuadro No. 7). El contraste entre una y otra es particularmente ilustrativo de la relación compleja y variable que existe entre endeudamiento externo y crecimiento económico. En efecto, mientras en el primer período el capital externo apoyó un proceso dinámico de crecimiento económico, que se sustentaba en parte en una política coherente de sustitución de importaciones y promoción de exportaciones, dirigida a superar la restricción de divisas típica de los años cincuenta y sesenta, en el segundo sirvió más bien para financiar, al menos inicialmente, una exagerada liberación de importaciones y una sobrevaluación del tipo de cambio. Este segundo período ilustra así la posibilidad de que, bajo lo que hemos denominado un contexto "keynesiano", la mayor disponibilidad de capital externo reduzca, en vez de aumentar, la actividad productiva doméstica.

¿Qué puede esperarse en los próximos años? El país ha heredado de la peor recesión económica de la posguerra una considerable subutilización de sus recursos productivos, tanto humanos (desempleo y subempleo) como físicos (capacidad productiva ociosa). En relación con estos últimos, cabe anotar que, pese a lo que han afirmado algunos observadores, los niveles

de utilización de la capacidad productiva industrial se encuentran aún muy por debajo de aquellos que fueron típicos en el país en los picos de la actividad manufacturera de la década del setenta ^{25/}. A ello debe agregarse, por supuesto, la subutilización de gran parte de las inversiones en infraestructura realizadas a fines de los años setenta y en la primera mitad de los ochenta. Por lo demás, la respuesta que ya parece estar mostrando la inversión privada a la actividad económica --corroborando el hallazgo más importante de todos los estudios que se han realizado en el país sobre los determinantes de la inversión-- ^{26/} indica que la capacidad productiva puede no convertirse en el futuro previsible en una restricción básica a la actividad económica doméstica.

Así las cosas, el análisis de la relación entre endeudamiento externo y crecimiento económico que resalta los determinantes directos de la balanza de pagos es el que ofrece mejores perspectivas, tanto desde un punto de vista teórico como empírico. Para profundizar en este análisis, es útil concentrar la atención sobre la evolución de la relación entre la deuda externa neta del país y las exportaciones, no sólo por la importancia que ha tenido esta relación en las discusiones

^{25/} Véase el análisis sobre actividad industrial en Coyuntura Económica, Diciembre de 1987.

^{26/} Véase una reseña de estos estudios en José Antonio Ocampo, Juan Luis Londoño y Leonardo Villar, "Ahorro e inversión en Colombia", Coyuntura Económica, Junio de 1985.

recientes sobre endeudamiento externo de los países en desarrollo, sino también por la conveniencia de comparar la evolución del endeudamiento externo del país con otras variables del desarrollo nacional (PIB, exportaciones, etc.) en un proceso de crecimiento continuo. Para ello, olvidándonos de algunas partidas menores de la balanza de pagos, es útil expresar la identidad (1) de la siguiente manera : 27/

$$(2) \Delta D = -B_{nf} + iD - TIE$$

donde B_{nf} es el balance en cuenta corriente no financiero, i es la tasa de interés promedio expresada en relación con la deuda externa neta y TIE es la transferencia neta de recursos de los inversionistas extranjeros, es decir, la diferencia entre la nueva inversión directa y las remesas al exterior por concepto de dividendos, regalías, etc. Con base en la identidad (2) es posible derivar una nueva ecuación, que expresa los determinantes de los cambios de la relación deuda externa neta/exportaciones :

$$(3) \Delta(D/X) = (i - \dot{x}) (D/X) - (B_{nf}/X) - (TIE/X) + (\Delta D/X)\dot{x}$$

27/ El esquema que sigue es una adaptación del desarrollado por Mario Henrique Simonsen, "The Developing-Country Debt Problem", en Gordon W. Smith y John T. Cuddington, International Debt and the Developing Countries, Washington : Banco Mundial, 1985, Cap. 4. Este esquema ha sido aplicado a Colombia por Sergio Clavijo, "Dinámica de la deuda externa : algunas aplicaciones al caso colombiano", Ensayos sobre política económica, No. 9, Julio de 1986.

donde \dot{x} es la tasa de crecimiento de las exportaciones.

Si hacemos caso omiso del último de los términos de esta ecuación, que en términos cuantitativos es insignificante (menos del 1% de las exportaciones en todas las proyecciones que analizaremos), la ecuación (3) puede leerse de dos maneras diferentes. En primer término, nos indica que la relación deuda neta/exportaciones puede crecer por tres razones diferentes: porque la tasa de interés supera el ritmo de crecimiento de las exportaciones, porque existe un déficit en las transacciones de bienes y servicios no financieros, o porque las remesas de dividendos y regalías exceden la nueva inversión extranjera directa. Alternativamente, si cualquiera de estos tres factores tiende a acrecentar la relación deuda neta/exportaciones, la ecuación (3) nos dice que otros componentes deben moverse en la dirección contraria para evitar que se produzca este resultado. Por ejemplo, si la tasa de interés excede el ritmo de crecimiento de las exportaciones, es necesario generar un superávit en cuenta corriente en transacciones no financieras. Alternativamente, la única forma de mantener un déficit en estas transacciones sin que aumente la relación deuda neta/exportaciones es garantizar un crecimiento de las exportaciones mayor que la tasa de interés.

La relación entre crecimiento económico y endeudamiento externo se da en este modelo simple a través del balance no

financiero de la balanza de pagos : el mayor crecimiento aumenta la demanda de bienes y servicios no financieros y, por ende, tiende a afectar desfavorablemente dicho balance y a aumentar los coeficientes de endeudamiento. El balance de bienes y servicios no financieros depende, por supuesto, de otros factores, en especial de la tasa de cambio y del manejo de los instrumentos selectivos de comercio exterior. En un contexto dinámico, el aumento en el endeudamiento generado por cualquiera de los factores anteriores incide en los períodos posteriores a través del primero de los determinantes del endeudamiento externo que considera la ecuación (3), ya que el impacto cuantitativo que tiene una diferencia entre la tasa de interés y la tasa de crecimiento de las exportaciones depende de la relación deuda/exportaciones heredada del pasado.

En el Cuadro No. 8 se calcula el impacto de cada uno de los tres factores considerados en la ecuación (3) sobre la evolución de la relación deuda neta/exportaciones en tres proyecciones diferentes de la balanza de pagos de Colombia en el período 1987-1992. La primera es la proyección oficial presentada recientemente a la banca internacional ^{28/}. La segunda y tercera se basan en un trabajo reciente de Eduardo Lora y el autor ^{29/}. En estos cálculos alternativos se hacen tres ajustes a las proyecciones oficiales : (a) se utiliza una elasticidad unitaria

^{28/} Economic Information Memorandum, Septiembre de 1987.

^{29/} Lora y Ocampo, op. cit.

para las importaciones de servicios no financieros (diferentes a los petroleros), a diferencia de la elasticidad de 0.3 implícita en los estimativos oficiales; (b) se reducen las proyecciones de inversión extranjera directa a US\$200 millones anuales, en vez de los US\$390 millones que supone el gobierno en promedio para el período 1988-1992; (c) se supone una tasa de crecimiento de las exportaciones menores gradualmente decedente, desde 12.5% en 1987 hasta 9% en 1992, en vez de la tasa constante del 12.5% que utiliza el gobierno y que no se sustenta en los estudios econométricos existentes sobre los determinantes de dichas exportaciones. A su vez, estas proyecciones revisadas suponen tasas de crecimiento económico a partir de 1988 del 4% (similar a la que utiliza el gobierno) y 6%, respectivamente.

Como se puede apreciar, un elemento común en todas las proyecciones es el impacto considerable que tendrá en los próximos años la disparidad entre la tasa de interés externa y el ritmo de crecimiento esperado de las exportaciones. Aunque las tasas de interés preferencial de los Estados Unidos (Prime) o interbancaria internacional (Libor) que se suponen en las proyecciones son del 9 y 8%, respectivamente, la tasa de interés promedio del país, expresada en función de la deuda neta, es de casi un 12% anual, debido al bajo rendimiento promedio de las reservas internacionales. Esta tasa resulta considerablemente más alta que el ritmo de crecimiento de las exportaciones --6.2% anual entre 1986 y 1992 en la proyección oficial y 5.7% en las

dos alternativas propuestas--. El efecto de la diferencia entre una y otra tasa es considerable : como la relación deuda neta/exportaciones era en 1986 de 2.1, es necesario generar un superavit en bienes y servicios no financieros equivalente a un 11 o 14% de las exportaciones (entre US\$700 y 900 millones anuales) para evitar un aumento más rápido de la deuda externa neta. A este factor hay que agregar la transferencia neta de recursos hacia el exterior que generará la inversión extranjera directa, asociada fundamentalmente a las remesas de utilidades de las empresas petroleras. La cuantía correspondiente equivale a un 4.3% de las exportaciones en las proyecciones oficiales y 6.7% en las alternativas propuestas. De esta manera, es necesario generar un superavit de la cuenta corriente no financiera que oscila, de acuerdo con la proyección que se adopte, entre un 15 y un 21% de las exportaciones, para evitar un aumento en la relación deuda neta/exportaciones.

La posibilidad de generar este superavit sin restringir el crecimiento económico es muy limitada. En efecto, en la proyección oficial se logra generar un superavit superior al necesario, pero bajo supuestos en materia de importación de servicios no financieros, inversión extranjera directa y exportaciones menores que no parecen ser razonables. Al corregir estos supuestos se encuentra que el superavit en bienes y servicios no financieros que el país puede generar es apenas suficiente para cubrir las deficiencias en la tasa de crecimiento

de las exportaciones y los egresos netos generados por la inversión extranjera, si la tasa de crecimiento económico es del 4% anual. Esta tasa es, sin embargo, insatisfactoria, según vimos en la sección anterior y, en particular, es insuficiente para corregir los grandes desequilibrios en el mercado de trabajo generados por la crisis reciente de la economía colombiana. Con una tasa de crecimiento del 6%, que es aquella que la Misión de Empleo consideraba necesaria para alcanzar en 1990 la tasa de desempleo "estructural" del 8% (todavía alta para los patrones latinoamericanos), el superavit no financiero que el país generaría sería incapaz de impedir un aumento considerable de la relación deuda neta/exportaciones. El Cuadro No. 9 muestra con mayor detalle la dinámica de dicha relación ante distintos supuestos de crecimiento económico. Como puede apreciarse, prácticamente con cualquier tasa de crecimiento razonable para los patrones colombianos es posible alcanzar en 1989 --el año final de la expansión de las exportaciones petroleras previsto en las proyecciones-- una relación deuda neta/exportaciones inferior a la de 1986. Sin embargo, a partir de entonces esta relación tendería a aumentar bajo cualquier escenario de crecimiento superior al 3% anual.

¿Qué puede inferirse de estas estimaciones? En primer término, que el país debe aumentar sus demandas de crédito, no sólo para cubrir las subestimaciones que parecen incluir las proyecciones oficiales, sino también eventuales debilitamientos

en los mercados de los productos de exportación de Colombia. Esto no quiere decir que sea posible obtener este financiamiento, ya que el gobierno está encontrando dificultades para contratar aún los montos más modestos que contemplan sus proyecciones. Esto nos indica, así, que la capacidad de contratación de crédito externo puede convertirse en un obstáculo severo al crecimiento económico, particularmente en los primeros años de la década del noventa. Más aún, incluso si el financiamiento externo estuviera disponible en las cuantías necesarias, es ciertamente inconveniente retornar a las dinámicas de crecimiento de las razones de endeudamiento que contemplan las tasas más altas de crecimiento económico en los Cuadros 8 y 9. Así las cosas, es inevitable adoptar medidas dirigidas a reducir las necesidades de financiamiento externo del país.

Algunas de las variables que tienen un mayor efecto potencial sobre dichas necesidades están, por supuesto, fuera del control del país. En efecto, las elevadísimas tasas de interés internacionales y el lento crecimiento de las economías de los países desarrollados explican en una parte considerable la brecha entre la tasa de interés y el crecimiento de las exportaciones. La participación de nuestro país en los foros internacionales donde se debaten las grandes dimensiones de la crisis de la deuda se justifica ampliamente en razón de esta dependencia. Las acciones que el país puede adoptar se refieren en todos los casos a políticas de comercio exterior. En materia de exportaciones,

las de mayor efecto potencial son, sin duda, aquellas dirigidas a mantener en niveles altos las exploraciones petroleras, para garantizar exportaciones de hidrocarburos en la década del noventa iguales o superiores a lo que suponen las proyecciones presentadas. Aunque el gobierno ha adoptado medidas en tal sentido y ha tenido resultados notables hasta el momento ^{30/}, el éxito de esta política depende, obviamente, de circunstancias que escapan en parte al control gubernamental. Por otra parte, aunque la promoción de exportaciones menores tiene una importancia singular, no sólo por su contribución al crecimiento económico en el corto plazo, sino también a la solidez del sector externo colombiano en el largo plazo, poco es lo que puede hacerse para solucionar los problemas de financiamiento externo del país en los próximos años a través de políticas dirigidas específicamente a este propósito. En efecto, como las exportaciones menores representan en el período de proyección apenas una tercera parte de las ventas externas de bienes y oro no monetario, se necesitarían medidas agresivas para obtener incluso resultados modestos en términos de necesidades de financiamiento. En efecto, si suponemos una elasticidad unitaria de respuesta de las exportaciones menores a los incentivos de precio (que parece ser ligeramente alta, dados los estimativos econométricos existentes), se requeriría una devaluación real de más del 20% por encima de los niveles actuales para elevar la tasa de

^{30/} Guillermo Perry, Memoria del Ministro de Minas y Energía, 1987. Véase también el capítulo sobre minería en Covuntura Económica, Diciembre de 1987.

crecimiento del conjunto de exportaciones a un 7% entre 1986 y 1992, que resulta aún muy modesto, dadas las tasas de interés previstas. De esta manera, la política de importaciones y de sustitución de bienes extranjeros por producción nacional desempeñará nuevamente un papel esencial en la estrategia de desarrollo de los próximos años. Como en esta materia el país ha sido objeto de presiones reiteradas por parte del Banco Mundial, el análisis de este tema se abordará en la última sección de este documento.

IV. EL MERCADO INTERNACIONAL DE CAPITAL Y LA POSICION COLOMBIANA

No es fácil periodizar con precisión las fases de la crisis de la deuda latinoamericana. Este hecho no sólo refleja la diversidad de experiencias regionales y la falta de sincronía de los distintos países sino, ante todo, el hecho de que la crisis está aún muy lejos de haber sido superada y, por el contrario, parece apenas estar entrando en una de sus fases más dramáticas y decisivas. No obstante, siguiendo los intentos que han realizado otros autores en nuestro medio ^{31/}, podríamos distinguir tres etapas diferentes.

^{31/} Mauricio Cabrera Galvis, "El financiamiento externo", en ANDI, Memorias del seminario sobre el sector externo colombiano, sus limitaciones y posibilidades, Medellín, Junio de 1987, y Roberto Junguito, "El problema de la deuda externa de América Latina y la posición de Colombia", en Ocampo y Sarmiento (eds.), op. cit.

De acuerdo con el diagnóstico que prevalecía en la primera de estas etapas --que abarca los años 1982 a 1984--, la crisis de pagos de la región era un fenómeno de iliquidez temporal, susceptible de ser superado rápidamente con los tratamientos ortodoxos usuales. Acorde con esta concepción, la mayoría de los países latinoamericanos adoptaron severos programas de ajuste macroeconómico, orientados y vigilados por el Fondo Monetario Internacional. En el marco de dichos acuerdos se facilitaron recursos financieros importantes, provenientes del propio Fondo o de otros entes oficiales multilaterales y bilaterales, y se reestructuraron las obligaciones con la banca comercial y algunas bilaterales en el marco del Club de París. Estas reestructuraciones se refieren a los vencimientos de uno o a lo sumo dos años y se realizaron en condiciones financieras que fueron inicialmente extremadamente onerosas, aunque tendieron a moderarse con posterioridad ^{32/}. Los gobiernos de la región aceptaron estas reglas de juego de manera más o menos voluntaria --aunque en contextos políticos a veces explosivos--, con la esperanza de que después de una recesión interna severa pero corta se abriría una nueva fase de crecimiento en el cual retornarían al mercado voluntario de crédito. Este optimismo se apoyó, además, en algunos diagnósticos académicos ampliamente

^{32/} CEPAL, "Políticas de ajuste y renegociación de la deuda externa en América Latina", en Andrés Bianchi (ed.), La deuda externa latinoamericana, Buenos Aires : Grupo Editor Latinoamericano, 1985, esp. pp. 58-79.

difundidos, que pronosticaban una superación rápida de la crisis de la deuda latinoamericana ^{33/}

La segunda fase de la crisis, que cubre los años 1985 y 1986, se caracterizó por la conciencia generalizada de que el problema de iliquidez no sería solucionado en un período breve y requeriría, así, de medidas de mediana y larga duración. Ante la contundencia de los hechos y la necesidad de reducir los altos costos de negociaciones frecuentes se abrió paso con cierta naturalidad la renegociación multianual de las obligaciones con la banca comercial, en condiciones de costos mucho más moderadas que las típicas en la fase anterior. En los países desarrollados y en los dos principales organismos multilaterales de crédito ganaron terreno al mismo tiempo dos ideas que quedaron admirablemente recogidas en el Plan Baker, lanzado en octubre de 1985 en Seúl. La primera de ellas, que era necesario complementar los programas de ajuste de corto plazo con políticas derivadas de la nueva teoría ortodoxa del desarrollo, formulada desde tiempo atrás por el Banco Mundial y algunos centros académicos del Norte, ampliamente difundida en América Latina a través de algunos textos recientes ^{34/} y afín a las doctrinas de los

^{33/} En particular el trabajo de William R. Cline, International Debt : Systemic Risk and Policy Response, Washington : Institute for International Economics, 1984.

^{34/} Bela Balassa, Gerardo M. Bueno, Pedro Pablo Kuczynski y Mario Henrique Simonsen, Hacia una recuperación del crecimiento económico en América Latina, El Colegio de México-Fundación Getulio Vargas e Institute for

gobiernos conservadores de algunos países desarrollados. La segunda, que era necesario garantizar mayores recursos financieros, no sólo para solventar la iliquidez de mediana o larga duración que atravesaba la región y otros continentes en desarrollo, sino también para financiar el proceso de ajuste estructural.

Al menos durante la fase que es objeto de nuestra atención, el impacto de estas ideas fue mucho menos marcado si se compara con la influencia que tuvieron las concepciones macroeconómicas ortodoxas durante la primera fase de la crisis. En efecto, aunque la mayoría de los países de la región han adoptado medidas que en algunos aspectos se asemejan a las recomendaciones de la nueva teoría ortodoxa del desarrollo, muy pocos han aceptado las nuevas concepciones con todo su rigor (de hecho sólo Chile, desde tiempo atrás, y Bolivia desde 1985, aunque en un contexto político que bien puede conducir a la reversión de las medidas de liberalización). Por el contrario, el intento de forzar la aplicación de las nuevas ideas chocó abiertamente con los procesos de democratización en marcha en América Latina, que rechazaron en forma casi instintiva los intentos de cercenar aún más la autonomía nacional, e incluso encontraron en la mejoría de los indicadores económicos el margen para adoptar en algunos casos políticas económicas heterodoxas. Además, el Plan Baker fracasó rotundamente en el terreno sobre el cual tenía un control

potencial más directo, ya que no revirtió la tendencia a la disminución de los recursos provenientes de la banca comercial y no logró aumentar la oferta de recursos oficiales bilaterales y multilaterales ^{35/}.

El fracaso del Plan Baker, la prolongación inmoderada de la crisis, el reclamo de mayor autonomía nacional por parte de los países deudores y la gran incertidumbre que rodea la economía mundial son los factores que explican el inicio de una tercera fase de la crisis de la deuda en 1987 ^{36/}. Aunque algunos países latinoamericanos (Colombia, Chile, Guatemala, México, Uruguay y Venezuela), continúan llegando a acuerdos con los bancos comerciales que consideran satisfactorios, el elemento central de la nueva etapa es el recurso, por parte de un número creciente de países, a acciones de carácter unilateral. La lista (posiblemente incompleta) de países que han declarado la moratoria unilateral del servicio de la deuda con la banca comercial, y en algunos casos con la banca oficial, incluye a

^{35/} John Williamson, "Recent Developments in the International Capital Market", Ponencia presentada en la conferencia sobre Ayuda Externa, Flujos de Capital y Desarrollo organizada por el Banco Mundial y el Centro Internacional para el Desarrollo Económico en Talloires, Francia, Septiembre de 1987; Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets, Junio-Julio de 1987.

^{36/} Véanse Junguito op. cit., y tres documentos presentados en el Diálogo Interamericano, Octubre de 1987; Edmar Bacha, "Latin America's Crisis of Debt, Trade and Growth"; Jeffrey D. Sachs, "Some Alternatives for Managing the Debt Crisis in Latin America"; y Mario Henrique Simonsen, "The Developing-Country Debt Status".

Bolivia, Brasil, Costa Rica, Ecuador, Honduras, Nicaragua, Perú y la República Dominicana. La contrapartida de este proceso es la decisión de los grandes bancos norteamericanos e ingleses de hacer provisiones para las deudas del Tercer Mundo, replicando determinaciones que otros bancos europeos habían adoptado con anterioridad. Esto refleja, sin duda, la intención de los bancos de reducir aún más sus compromisos futuros y de resistir la presión de sus gobiernos. También muestra la menor vulnerabilidad de los bancos, particularmente los norteamericanos, ante una eventual suspensión total del servicio de la deuda latinoamericana ^{37/}; ese hecho ha eliminado, por lo demás, el temor que se abrigó desde 1982 según el cual dicha decisión traería como consecuencia una crisis financiera mundial sin precedentes. Esta nueva situación ha abierto algunas puertas a propuestas que se venían contemplando desde años anteriores, que incluyen la condonación parcial o total de obligaciones para los países más pobres y pequeños, el establecimiento de topes a las tasas de interés, la conversión de las deudas de los países más grandes y con niveles intermedios de desarrollo en bonos, reconociendo al mismo tiempo los descuentos que tienen en el mercado, o un Plan Baker ampliado que otorgue mayor autonomía a los países deudores y garantías reales de crecimiento económico. Sin embargo, como la doble ortodoxia que se había afianzado durante las dos fases anteriores ha mantenido una enorme influencia, estas soluciones no encontrarán un campo fácil para

^{37/} Morgan Guaranty Trust, op. cit.

su adopción. De ahí se deduce que uno de los escenarios más probables en el futuro inmediato es una fase prolongada de confrontación entre los países deudores y la banca internacional. El endurecimiento creciente de la banca comercial sería uno de los corolarios más importantes de este proceso.

Para Colombia, esto indica que se mantendrá una gran incertidumbre sobre el retorno al mercado internacional de capitales sobre una base verdaderamente voluntaria y que los fondos adicionales sólo estarán disponibles sobre las mismas reglas que han prevalecido en los últimos años --es decir, sujetos a procesos de negociación prolongados con una banca cartelizada y a condicionalidades de diversa índole.

Las negociaciones en marcha para la contratación del crédito "Concorde" por US\$1.060 millones corroboran claramente estas apreciaciones. En efecto, pese a que la respuesta rápida a la solicitud colombiana por parte del comité liderado por el Chemical Bank hacía presumir que la estrategia oficial tendría éxito, el carácter "voluntario" de la operación ha quedado desmentido por los desarrollos posteriores. La vinculación de los bancos a la operación quedó definida con base en el 80% de las amortizaciones que tendrían lugar en 1987 y 1988 correspondientes a préstamos otorgados al sector público colombiano, más el 2% de las obligaciones vigentes a fines de 1984 por préstamos al sector público o privado, tornando así la operación en una

refinanciación más "explícita" que "implícita". Aún así, los bancos han sido extremadamente renuentes a aprobar las sumas solicitadas y, como había acontecido con el crédito Jumbo, ha sido necesaria una considerable presión de carácter político por parte de los gobiernos de países desarrollados y los presidentes de los principales organismos multilaterales de crédito para que los bancos acepten participar en la operación. La lentitud de las respuestas de los bancos obligó incluso al Ministro de Hacienda a fines de octubre a hacer un pronunciamiento en la Asamblea de la Asociación Bancaria en el cual aceptaba por primera vez la posibilidad de que el país se viera obligado a reestructurar explícitamente sus obligaciones :

"Si hemos incurrido en algunos riesgos para alejar al país de la alternativa de reestructurar su deuda externa, es porque confiamos en que los bancos internacionales aprecien el beneficio mutuo de este curso. Desde luego, si en algún momento en el futuro y por cualquier razón, se restringe el flujo de los recursos requeridos para financiar el desarrollo del país, entonces no se tendría alternativa diferente a la de buscar una reestructuración concertada con la comunidad financiera internacional" ^{38/}.

Aunque la contratación del crédito "Concorde" ha quedado aparentemente despejada, después de los múltiples obstáculos que ha enfrentado, la incertidumbre que genera la situación actual del mercado internacional de capitales seguirá pesando

^{38/} Luis Fernando Alarcón, "Discurso de clausura de la XXV Convención Bancaria", Mimeo, Cartagena, Octubre 29-30 de 1987, p. 14.

desfavorablemente en el futuro inmediato, ya que el país deberá reiniciar en menos de un año negociaciones con la banca comercial para contratar un crédito aún mayor que el actual, por un monto que puede estimarse en US\$1.300 millones.

Si se abren paso las propuestas de condonación parcial de las deudas del Tercer Mundo, conversión de una parte de ellas en bonos, o el establecimiento de topes a las tasas de interés, o si la moratoria prolongada resulta una opción viable para un conjunto más o menos amplio de países, será necesario, sin duda, reexaminar en su conjunto la estrategia de financiamiento externo del país. En efecto, una defensa de la estrategia oficial no puede basarse en los montos reducidos que podrían ser objeto de reestructuración o moratoria, o en los menores costos financieros de la reestructuración voluntaria, sino en : (1) el impacto que tendría la adopción de alternativas "irregulares" de manejo de la deuda sobre la oferta de recursos oficiales bilaterales y multilaterales, que han sido muy abundantes en el país en los últimos años; y (2) la mayor demanda de recursos financieros que se genera en el proceso de crecimiento, que indica que la estrategia de refinanciación se hace menos atractiva entre mayores sean los ritmos de crecimiento esperados ^{39/}. Los supuestos básicos de la estrategia son, por supuesto, que las opciones "heterodoxas" de manejo de la crisis de la deuda

^{39/} Ocampo y Lora, op. cit.; Javier Fernández, "Moratoria de la deuda externa (Análisis Financiero)", Ensayos sobre política económica, No. 7, Junio de 1985.

no se abrirán paso y que aún puede esperarse un retorno a relaciones verdaderamente voluntarias con la banca internacional. La adopción de cualquiera de las propuestas señaladas al comienzo de este párrafo destruiría, como es obvio, el primero de estos supuestos, especialmente si ellas cuentan con la aceptación explícita (como lo proponen la mayoría de los autores que han diseñado alternativas de este tipo) o implícita de los principales organismos multilaterales de crédito. Además, el éxito de este tipo de opciones terminará, sin duda alguna, por endurecer definitivamente la actitud de la banca comercial. Así las cosas, el país difícilmente podría optar en estas condiciones por una alternativa diferente a las soluciones heterodoxas, ya que la expectativa entonces enormemente incierta de acceder a nuevos recursos de capital en el mercado internacional, difícilmente podría superar las ventajas de una reducción cierta del servicio de la deuda. Así lo indica, en efecto, la historia de aquellos países latinoamericanos que, como Argentina, no optaron por la moratoria en los años treinta, cuando la mayoría abrumadora de los vecinos lo había hecho y el mercado internacional iniciaba (como parece haberlo hecho desde 1982) una larga fase de racionamiento forzoso de crédito para los países en desarrollo 40/.

40/ Véase, por ejemplo, el trabajo de Marcelo de Paiva Abreu, "Argentina and Brazil during the 1930s : The Impact of British and American International Economic Policies", en Rosemary Thorp (ed.), Latin America in the 1930s, Londres " Macmillan, 1984.

Mientras subsiste el status quo actual, uno de los elementos más complejos con el cual deberá enfrentarse el país es la condicionalidad de diverso tipo que impone el acceso a los recursos crediticios internacionales. Este problema no puede reducirse por supuesto, al de la condicionalidad contractual, es decir, a aquellos compromisos incluidos en los contratos de crédito respectivos. En estos términos, conviene resaltar que el nuevo crédito "Concorde" representa un avance en relación con el crédito "Jumbo" contratado en 1985, ya que desaparece la monitoría formal del FMI y el país simplemente se compromete a enviar a los bancos los reportes regulares que realice el Fondo sobre Colombia. No obstante, los recursos destinados a la Financiera Eléctrica Nacional (US\$200 millone) quedaron atados a un préstamo de US\$300 millones del Banco Mundial para el sector eléctrico, que incluirá, sin duda, cláusulas contractuales de condicionalidad sectorial.

La condicionalidad es sin embargo, un fenómeno mucho más amplio, que abarca tanto dimensiones macroeconómicas como sectoriales e incluye aspectos particulares de interés para los bancos involucrados en las operaciones de crédito. Desafortunadamente, muchas de estas condiciones no aparecen registradas en documento alguno y, por lo tanto, su existencia es difícil de demostrar. Las discusiones que ha promovido recientemente el Ministro de Hacienda en la sombra indican que sigue existiendo una condicionalidad macroeconómica implícita, en

la medida en que el gobierno no tiene autonomía completa para determinar la magnitud del déficit fiscal y, por ende, aquellas variables que lo pueden afectar (que incluyen los parámetros de política cafetera, que fueron aquellos a los cuales dirigió sus críticas el representante del Partido Social Conservador). Los condicionamientos sectoriales son mucho más explícitos e incluso muchos de ellos son de carácter contractual, como acontece en el caso del sector eléctrico o de la política de comercio exterior. Las condiciones específicas se formulan generalmente como requisito para la participación de algunos bancos en las operaciones de crédito. Aunque sobre esta materia la evidencia es esquiva y se refiere en su mayoría a noticias de prensa, se sabe que en los últimos años el gobierno fue presionado en las negociaciones internacionales a reconocer las deudas de las sucursales de la banca colombiana en Panamá, a rediseñar los mecanismos de reestructuración de las deudas privadas (Resolución 33 de la Junta Monetaria) y a adoptar medidas de política favorables para algunas empresas privadas altamente endeudadas, y que durante las negociaciones recientes la banca francesa intentó atar su participación en el crédito Concorde a la solución de los problemas que enfrenta la empresa Papelcol.

Dada la importancia que tendrá la política de importaciones en la evolución de los coeficientes de endeudamiento externo del país (véase la sección anterior), la condicionalidad en esta materia reviste particular importancia para Colombia. Como

consecuencia, por una parte, de los compromisos adquiridos en el pasado con el Banco Mundial y, por otra, de la resistencia que existe en el país a profundizar el proceso de liberación iniciado en 1985, la política de importaciones se ha tornado crecientemente contradictoria. En efecto, algunos documentos oficiales insisten en la inconveniencia de embarcarse en un proceso de liberación que el país no pueda mantener en el largo plazo y, por lo tanto, en las ventajas de mantener los instrumentos de control directo a las compras externas ^{41/} y otros defienden las virtudes de profundizar la sustitución de importaciones, definiéndola incluso como "una fase natural en el camino hacia una agresiva política de exportaciones" ^{42/}. Al mismo tiempo, el Plan de Desarrollo, los "Lineamientos de la Política de Comercio Exterior" y, en particular, los documentos presentados a la banca internacional, coqueten abiertamente con las posiciones liberacionistas del Banco Mundial. Las contradicciones entre estas dos concepciones han comenzado a incidir sobre el manejo de los instrumentos de control directo ^{43/} y pueden comenzar a afectar la política arancelaria. Así las cosas, para contribuir al crecimiento económico sin generar niveles excesivos de endeudamiento, el gobierno deberá adoptar

^{41/} "Notas Editoriales", Revista del Banco de la República, Abril de 1987.

^{42/} INCOMEX, "Lineamientos de la política de comercio exterior", Mimeo, Julio de 1987, p. 5.

^{43/} Véase, al respecto, el capítulo sobre el sector externo de Covuntura Económica, Septiembre de 1987.

una actitud mucho más firme ante las presiones del Banco Mundial, que debe incluir el hacer claro ante este último organismo hasta dónde procederá en materia de liberación de importaciones e incluso en qué casos revertirá las políticas adoptadas en los últimos años.

CUADRO No. 1

PUNTOS DE QUIEBRE BASICOS EN LA EVOLUCION
DEL ENDEUDAMIENTO EXTERNO COLOMBIANO

	Deuda Externa Bruta 1/	Deuda Externa Neta	Deuda Neta/ Exportaciones de Bienes y Oro
1945	173	-4	-2% 2/
1956	603	459	69
1971	2.164	1.804	243
1980	6.809	1.389	32
1985	14.080	11.767	308
1986	15.023	11.511	210

1/ Incluye deuda de corto plazo del Banco de la Republica. En 1971
excluye deudas de corto plazo del sector publico.

2/ Con base en exportaciones de 1946.

FUENTES : Estimativos de la deuda externa en 1945 y 1956 : Jose Antonio
Ocampo, "Foreign Aid and Development in Colombia", Ponencia
presentada en la Conferencia sobre Ayuda Externa, Flujos
de Capital y Desarrollo, Talloires, Francia, Septiembre 1987.
1971 : segun datos del Banco de la Republica.
1980-86 : Republica de Colombia, Programacion Financiera 1987-1990,
Bogota, Mayo de 1987 y datos de reservas internacionales del Banco
de la Republica. Exportaciones de bienes y oro no monetario : segun
balanzas de pagos del Banco de la Republica.

CUADRO No. 7

PARAMETROS BASICOS DE AHORRO E INVERSION, 1945-1984

	1945-56	1956-67	1967-74	1974-80	1980-84
Tasa de crecimiento del PIB	5.1%	4.5%	6.5%	4.8%	2.0%
Tasas de inversion					
- Capital fijo (precios de 1975)	21.4	17.3	16.5	15.6	17.4
(precios corrientes)	15.8 1/	18.0	17.5	15.4	17.2
- Inversion total (precios corrientes)	17.1 2/	20.3	19.7	18.0	19.8
Relacion marginal capital-producto (capital fijo unicamente)	2.9	2.2	1.5	1.9	5.4
Ahorro externo como % de la inversion total					
- Cuentas Nacionales del Banco de la Republica	2.4 3/	7.2	14.3		
- Cuentas Nacionales del DANE			14.7 4/	-7.9 5/	21.9
Deficit en cuenta corriente como % de las exportaciones de bienes y oro no monetario	3.8	13.2	25.6	-7.9 5/	70.5

- 1/ Con base en tasas de inversion a precios de 1975 y precios relativos de 1950-56.
 2/ Para 1945-49 se supone que la acumulacion de existencias represento un 2% del PIB.
 3/ 1950-56.
 4/ 1970-74.
 5/ Superavit en cuenta corriente.

FUENTE : Jose Antonio Ocampo, "El desarrollo economico" en Introduccion a la macroeconomia colombiana, Mimeo, FEDESARROLLO, 1987.

CUADRO No. 9

COMPORTAMIENTO SIMULADO DE LA RELACION DEUDA NETA/EXPORTACIONES CON EL
 SUPUESTO DE ACCESO A LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES Y DISTINTAS
 ALTERNATIVAS DE CRECIMIENTO ECONOMICO
 (veces)

	TASA DE CRECIMIENTO ANUAL											
	2%	2.5%	3%	3.5%	4.0%	4.5%	5%	5.5%	6%	6.5%	7%	
1987	2.21	2.21	2.21	2.21	2.21	2.21	2.21	2.21	2.21	2.21	2.21	2.21
1988	2.18	2.19	2.19	2.20	2.20	2.21	2.22	2.22	2.23	2.23	2.24	2.24
1989	1.92	1.94	1.95	1.97	1.98	2.00	2.01	2.03	2.04	2.06	2.08	2.08
1990	1.89	1.93	1.96	1.99	2.02	2.05	2.09	2.12	2.15	2.18	2.22	2.22
1991	1.83	1.88	1.93	1.99	2.04	2.09	2.15	2.20	2.26	2.32	2.37	2.37
1992	1.77	1.85	1.93	2.02	2.10	2.18	2.27	2.35	2.44	2.53	2.61	2.61

CUADRO No. 10

DETERMINANTES DE LA EVOLUCION DE LA RELACION DEUDA NETA/EXPORTACIONES
(Porcentajes de las exportaciones de bienes y pro no monetarias)

	(1) Efecto de la diferencia entre la tasa de interes y el ritmo de crecimiento de las exportaciones 1/	(2) Efecto del balance de bienes y servicios no financieros 1/	(3) Transferencia neta de recursos generada por la inversion extranjera directa 2/	(4) Deuda neta/ Exportaciones al final del ano
A. Proyeccion oficial				
1986				2.10
1987	32.6%	-24.4%	-2.0%	2.27
1988	10.4	-19.6	-4.2	2.24
1989	-11.6	-22.0	-5.3	1.99
1990	13.1	-20.2	-5.3	1.98
1991	8.9	-19.8	-4.6	1.92
1992	9.4	-18.9	-4.5	1.88
Promedio 1987-92	10.5	-20.8	-4.3	-
B. Proyeccion alternativa con crecimiento del 4%				
1987	32.6%	-24.4%	-2.0%	2.21
1988	11.5	-18.9	-7.6	2.20
1989	-9.5	-21.0	-7.6	1.98
1990	15.8	-17.9	-7.7	2.02
1991	13.1	-16.1	-7.6	2.04
1992	14.9	-13.4	-7.7	2.10
Promedio 1987-92	13.1	-18.6	-6.7	-
C. Proyeccion alternativa con crecimiento del 6%				
1987	32.6%	-24.4%	-2.0%	2.21
1988	11.7	-16.9	-7.6	2.23
1989	-9.1	-17.3	-7.6	2.04
1990	16.9	-12.1	-7.7	2.15
1991	14.6	-8.1	-7.6	2.26
1992	17.2	-3.1	-7.7	2.44
Promedio 1987-92	14.0	-13.7	-6.7	-

1/ .Un efecto positivo indica que la relacion deuda neta/exportaciones tiende a aumentar.