

# ¿"Déjà vu"? Tasa de cambio, deuda externa y esfuerzo exportador en Colombia

---

*Sergio Clavijo\**

## I. INTRODUCCION

A raíz de la nueva crisis mejicana, que se hizo evidente con el difícil manejo cambiario de diciembre de 1994 y que condujo a la sorpresiva devaluación nominal de su moneda en cerca de un 40%, se ha despertado un sano debate sobre el enfoque económico adoptado, prácticamente por unanimidad, en América Latina durante la primera mitad de esta década. Dicho enfoque se ha caracterizado por promulgar el libre comercio y la integración de los mercados de bienes, servicios y capitales, a la vez que se han hecho esfuerzos especiales por controlar la inflación a través del instrumental cambiario y monetario.

En esta nota pretendemos repasar las circunstancias que rodearon la crisis mejicana con el fin de extraer algunas lecciones para Colombia. En particular, analizamos las trayectorias del tipo de cambio real de varios países Latino-America-

nos en años recientes, con el fin de poner en perspectiva la situación colombiana. Posteriormente revisamos la evolución y composición de la deuda externa de Colombia, donde es posible encontrar algunas similitudes con la situación de pre-crisis de finales de los años setentas; sin embargo, en otros aspectos fundamentales de nuestra economía, como la dinámica del sector real y la perspectiva exportadora de productos básicos, la situación es mucho más sólida y está lejos de requerir una reversión de la apertura comercial. Por último, realizamos una serie de ejercicios tendientes a establecer el grado de crecimiento de las exportaciones requerido para que el nivel de la deuda externa neta (de reservas internacionales) se estabilice en los niveles actuales.

Aunque los temas asociados con la apreciación del tipo de cambio real y con el crecimiento de la deuda externa nos producen una sensación de "déjà vu" respecto de los ingratos programas de ajuste macroeconómico de los períodos 1982-86, es importante mantener en claro las diferencias que hoy, afortunadamente, existen respecto de esos años: i) la mayoría de las economías

---

\* Asesor del Gobierno en Asuntos Cafeteros. Las opiniones aquí expresadas son exclusiva responsabilidad del autor, quien agradece los comentarios de A. Carrasquilla, E. Lora y F. Sánchez a una versión preliminar del mismo.

Latino-Americanas pasan por una importante dinámica de crecimiento real como resultado de la vitalidad que se le ha imprimido a los programas de inversión privada, lo cual ha redundado en sustanciales ganancias de productividad; ii) esto se ha alcanzado en un ambiente de relativa sanidad fiscal, apalancada en reformas tributarias, y evitando recurrir a la emisión de los Bancos Centrales como fuente de financiación del gasto público; y iii) prevalece el principio del libre comercio y de la integración regional como el camino más expedito para subsanar los déficits en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Así, el mayor error macroeconómico de la actual coyuntura sería recurrir al viejo expediente de cerrar el comercio internacional, elevando los aranceles y restituyendo las barreras para-arancelarias, como lo han insinuado algunos analistas. Esto arrojaría por la borda la posibilidad de crecer a tasas superiores a las de la población y, por esta vía, mejorar el empleo y reducir la pobreza absoluta. Pero, de la misma manera, también sería necio insistir en mecanismos de estabilización de precios que se recarguen en una tasa de cambio nominal artificialmente baja, máxime ante la presencia de divisas de origen ilegal. En efecto, la experiencia mejicana ilustra que un sistema económico que utiliza el tipo de cambio como su única ancla y recurre a elevadas tasas de interés reales domésticas, para atraer capitales externos de corto plazo, terminará por impulsar el consumo de bienes transables gracias a la gran apreciación del tipo de cambio real y por reducir el ahorro doméstico del sector privado, mientras que el ahorro nacional, ahora en manos del sector público, se destina a financiar ambiciosos programas de gasto gubernamental y social. Así, ante cualquier viscosidad del mercado, la reversión de los flujos de capital terminará siendo fatal, especialmente para economías con tasas de cambio relativamente fijas y con elevados niveles de dolarización, que afortunadamente no son las condiciones del caso colombiano.

En la actual coyuntura de la economía colombiana, la línea de acción más prudente y con los mejores resultados a mediano plazo continuará siendo la de mantener el modelo de apertura comercial, al tiempo que se gradúa la apertura de la cuenta de capitales, y se busca una mayor eficiencia del gasto público. La lucha anti-inflacionaria debe complementarse con arreglos institucionales que busquen romper la inercia inflacionaria, tal como se ha logrado hacer en los primeros meses de 1995, gracias al exitoso arreglo consignado en el "Pacto Social" de finales de 1994, el que inclusive cobijó un prudente reajuste del salario mínimo del 20.5% anual. Sólo esta combinación de políticas ortodoxas fundamentales y de manejo de las expectativas inflacionarias permitirá, primero, mantener una economía dinámica que crezca a tasas superiores al 5% anual y, segundo, consolidar una reducción sistemática, aunque gradual, de la inflación, que en los primeros meses ha ido descendiendo del 22.6% al 21.3% anual. El desafío del momento continuará siendo la regulación del gasto público y el ritmo de endeudamiento interno del sector privado, que infortunadamente viene creciendo a tasas superiores al 45% anual. De persistir este desbalance, no quedará otra alternativa que recurrir nuevamente a niveles elevados en las tasas de interés domésticas, corriéndose el peligro de terminar por apreciar aún más el tipo de cambio, bien a través de un repunte de la inflación de costos y/o de un influjo indeseado de capitales de corto plazo.

## II. LA CRISIS MEJICANA

Después de aprobado el paquete de apoyo económico de emergencia por parte de EE.UU., el Fondo Monetario Internacional y el Banco de Pagos Internacionales, por valor de US\$52,000 millones, Méjico enfrenta la difícil tarea de demostrar que su esquema de ordenamiento macroeconómico era adecuado no solo para arrojar respetables cifras de ahorro público (5.5% del PIB de superávit primario, en promedio, du-

rante los años 1989-94), sino para mantener el ahorro privado externo que se había constituido en el motor de su intercambio comercial (equivalente al 5.8% del PIB, en promedio, durante el período 1989-94). Desafortunadamente, este ahorro externo se había concentrado en inversiones de portafolio de corto plazo (US\$12,000 millones anuales, de un promedio de US\$23,000 millones de inlfujos netos a través de la cuenta de capitales durante el período 1991-94), mientras que la inversión extranjera directa aportaba sólo el 21% de la financiación necesaria (cerca de US\$5,000 por año durante el mismo período)<sup>1</sup>.

La impresión del momento es que el mercado financiero y bursátil mundial ha sobre-reaccionado ante una serie de crisis políticas e institucionales que aquejan al Estado Mejicano desde hace varias décadas, pero con el agravante de que el abrupto rompimiento del esquema de financiación hace muy difícil establecer si los fundamentos macroeconómicos de dicha economía tenían que conducir indefectiblemente a una crisis de tales magnitudes. Ahora que los problemas son evidentes, resulta cómodo advertir que en Méjico, durante el período 1989-94, el bajo crecimiento económico (2.9% en promedio anual), su alto nivel de endeudamiento (US\$130,000 millones o 33% del PIB al cierre de 1994), su alto servicio de la deuda externa (2.5 veces el valor de las exportaciones de bienes y servicios), la apreciación de su tipo de cambio real (25%) y sus repetidos déficits en la balanza de pagos (5% del PIB en promedio por año) no podían sino conducir a una crisis económica, mas temprano que tarde, dirán algunos.

Sin embargo, existieron otra serie de factores económicos muy positivos durante ese mismo período 1989-94 que harían pensar que dicha

---

<sup>1</sup> Un visionario artículo sobre las dificultades de mantener este tipo de flujos de capital en el mediano plazo es el de Claessens, S. and S. Gooptu (1994).

economía no tendría porque estar enfrentando las serias dificultades financieras actuales: el exitoso ingreso de Méjico al Tratado de Libre Comercio con Norte-América (TLC) y la impresionante expansión de sus exportaciones (14% anual en las no petroleras y 11% en el total, en dólares), el incremento en los proyectos de inversión (alcanzando 22.8% del PIB, del cual solo 4.4% corresponde al sector público), el saneamiento de sus finanzas públicas (cerca de 0.5% del PIB de superávit en el sector público no financiero desde 1991), el concomitante incremento del ahorro a través de los fondos obligatorios de pensiones (0.7% del PIB), las ganancias en productividad pública (gracias al proceso de privatización por valor de 6% del PIB) y privada (con grandes progresos en infra-estructura y telecomunicaciones) y, por último, el compromiso en la lucha anti-inflacionaria y el otorgamiento de independencia al Banco Central, con niveles cercanos a un dígito en los años 1992-94.

Síntomas serios de deterioro político y económico se habían detectado en Méjico al menos desde finales de 1993 <sup>2</sup>. Por ejemplo, en noviembre de ese año, cuando hubo algunas dificultades en el Congreso de EE.UU. sobre el posible ingreso de Méjico al TLC, las primeras salidas de capital hicieron que se registrara una sorpresiva devaluación hasta de un 6% nominal, la cual fue acompañada por el Banco Central, momentáneamente, al permitir que la cotización se ubicara en el tope de la banda, a niveles de N\$3,25 por dólar. Sin embargo, este hecho fue superado a medida que se afianzó el ingreso de Méjico al TLC y se adoptó una política monetaria que condujo nuevamente a elevar las tasas de inte-

---

<sup>2</sup> Previo a este episodio, cabe resaltar los pronunciamientos de Dornbusch, acerca de la conveniencia de devaluar un 15% el peso Mejicano. Dicha sugerencia fue rechazada por el Gobierno, pero endosada por prestigiosos analistas como Ramírez de la O. y la propia revista "The Economist" en febrero 13/93.

rés, restableciendo así la financiación privada de corto plazo y la tendencia hacia la apreciación del tipo de cambio real. De hecho, durante 1993 se registró una apreciación real del orden del 8% y en ese entonces se creyó que la ratificación que se había hecho del "Pacto Salarial", en Octubre de 1993, aseguraría una depreciación nominal del orden del 12% durante 1994, conduciendo a frenar el proceso de apreciación.

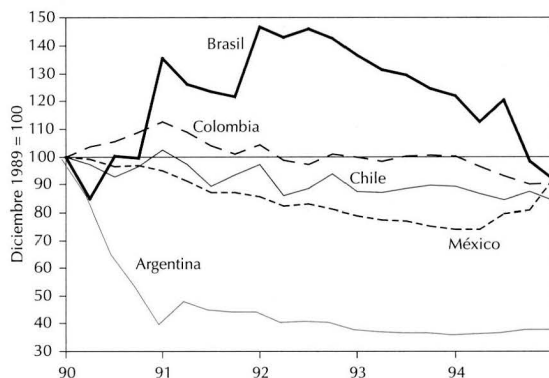
Así, desde finales de 1993 era evidente la preocupación del mercado por la evolución del tipo de cambio, pues prácticamente toda la depreciación real que se había obtenido durante el proceso de ajuste del período 1982-87, cerca de 25 puntos reales, se había erosionado en el período 1988-93 y ello representaba una amenaza para la competitividad de la economía Mexicana. De otra parte, era poco recomendable seguir recurriendo al expediente de permitir la caída real de los salarios año tras año. Curiosamente, a pesar de que la inflación se había reducido casi sistemáticamente del 26% en 1989 a solo 8% en 1993, el salario mínimo real había caído todos los años, hasta acumular una pérdida del poder adquisitivo del orden del 25% en el quinquenio.

### III. EVOLUCION RECIENTE DE LA TASA DE CAMBIO EN LATINOAMERICA <sup>3</sup>

Como se observa en el gráfico 1, el tipo de cambio real mejicano (ponderado por comercio global) sufrió un marcado proceso de apreciación a lo largo del período 1989-93, acumulando 25% de revaluación hacia el tercer trimestre de 1993, cuando alcanzó niveles de 75 respecto de Dic. 1989 = 100. Durante 1994 y antes de la crisis de diciembre, México había logrado disminuir levemente dicha apreciación a niveles del 20% respecto de finales de los años ochentas. La nueva crisis cambiaria de finales de 1994 trajo

<sup>3</sup> Las tasas de cambio reales aquí utilizadas corresponden a las ponderadas por comercio global y deflactadas por el IPC, según Metodología del FMI.

**Gráfico 1. TASA DE CAMBIO REAL EN LATINOAMERICA (Ponderadas por comercio global)**



Fuente: Cálculos del autor.

una devaluación nominal del orden del 40% y más recientemente del 80%. Se ha estimado que ésta causará una inflación entre 30-60% durante 1995, con lo cual resulta muy probable que el nivel del tipo de cambio real regrese a niveles similares a los de Dic. 1989 = 100. Sin embargo, el sector real de la economía sufrirá un duro revés, esperándose una contracción del orden del 2 al 4% durante 1995 y un drástico incremento del desempleo.

En contraste, el tipo de cambio real en Colombia (ITCR del Banco de la República) se depreció en cerca de un 12% en el período 1989-90 y para 1992 había regresado nuevamente a sus niveles de Dic. 1989 = 100, alrededor del cual se mantuvo hasta finales de 1993. No obstante, las presiones revaluacionistas se acentuaron durante 1994, llevando a una apreciación real adicional del 9.5% <sup>4</sup>. Respecto del nivel alcanzado a finales de 1989, esta apreciación ubicó el tipo de cambio en niveles de 1991 y su apreciación

<sup>4</sup> Esto ocurrió a pesar del buen desempeño fiscal que arrojó un superávit del sector público no financiero del orden del 2.6% del PIB durante 1994. Un análisis más detallado de la conexión entre los déficits de la cuenta corriente de la balanza de pagos, el déficit fiscal y la tasa de cambio se examinan en Clavijo, S. (1994).

acumulada es de 9.3%. Como se observa en el mismo gráfico, la trayectoria del tipo de cambio de Colombia es un caso intermedio respecto de los extremos de Argentina, que ha experimentado una apreciación de 60% desde 1989, o del Brasil, que mantuvo una depreciación real superior al 10% hasta mediados de 1994<sup>5</sup>. Sin embargo, a raíz de la adopción del "plan real" durante 1994, Brasil experimentó una rápida depreciación hasta del 25% real durante 1994, llevando su tipo de cambio a niveles inferiores en cerca de un 8.3% respecto de 1989.

Contrario a lo que comúnmente se cree, Chile exhibía un tipo de cambio real más apreciado (15.7%) que el de Brasil o Colombia al finalizar 1994, sólo que dicho proceso se había concentrado en el período 1989-92, estabilizándose en 1993 y con una nueva apreciación en 1994. Si el nivel del tipo de cambio fuese la única variable en consideración al anticipar crisis cambiarias, es evidente que países como Argentina o México deberían haber experimentado serias dificultades desde 1992. Sin embargo, en la práctica el equilibrio macroeconómico depende de muchas variables y el nivel de la tasa de cambio real es una de las más importantes, pero no la única. En la actualidad existe cierto consenso en que Argentina, por ejemplo, dada la difícil situación fiscal de sus provincias, enfrenta una mayor probabilidad de des-financiamiento externo para mantener su alto nivel de crecimiento que en los casos de Chile o de Colombia.

La tendencia hacia la apreciación del tipo de cambio en América Latina ha sido mayor que en los países Asiáticos durante el período 1989-94. La literatura explica que estas diferencias se deben a<sup>6</sup>: i) la utilización del tipo de cambio como

---

<sup>5</sup> En el caso de Argentina es importante aclarar que el proceso de apreciación fue marcado durante 1990, antes del lanzamiento del "plan de convertibilidad" en 1991, siendo difícil establecer el grado de apreciación real, por ejemplo, respecto del valor de paridad de largo plazo.

ancla nominal en Latino-América no ha conllevado una reducción de la inflación en la misma proporción, induciendo así una mayor apreciación real y un menor crecimiento de las exportaciones; ii) mientras los influjos de capital de Asia han tomado principalmente la forma de inversión extranjera directa, en Latino-América estos se han dirigido a inversiones de portafolio de corto plazo que terminan por apoyar el consumo doméstico; iii) la composición de esa inversión en América Latina se ha concentrado en la construcción pública y privada, induciendo una alza en el precio de los no transables y reforzando así las presiones revaluacionistas; y iv) la estrecha relación entre los Bancos Centrales Asiáticos y las entidades que manejan los recursos públicos domésticamente, incluyendo los de seguridad social, ha permitido que en Asia la esterilización de parte de los influjos de capital resulten mas baratas, mientras que en América Latina no ha quedado otra opción que recurrir a esterilizaciones costosas a través de operaciones de mercado abierto, las cuales terminan por impulsar alzas en las tasas de interés domésticas, reforzando la atracción de capitales especulativos.

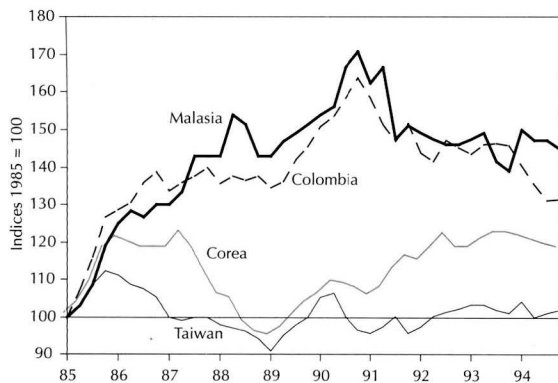
Sin embargo, los anteriores comportamientos, que han sido la norma durante el período 1989-94, no necesariamente implican que las monedas de América Latina estén hoy más apreciadas que las que mostraban algunos «tigres asiáticos» a mediados de la década de los años ochenta. En el gráfico 2, se puede observar que, gracias al programa de ajuste del período 1984-86 y a pesar de la reversión de la depreciación real del período 1989-90, Colombia muestra hoy una tasa de cambio un 30% mas competitiva que la de 1985, mientras que países como Corea sólo mantenían en 1994 una ganancia del 20% y Taiwan una tasa que era igual a la de 1989. Obviamente, también es necesario interpretar el

---

<sup>6</sup> Véase, por ejemplo Calvo, G., C. M. Reinhart y C. A. Vegh (1994).



**Gráfico 2. TASA DE CAMBIO REAL EN PAISES ASIATICOS (Ponderadas por comercio global)**



Fuente: Cálculos del autor.

resultado de este último país como aquel que ha mantenido una gran estabilidad en su tipo de cambio real, preservando así los mercados ya conquistados. Malasia exhibe una trayectoria del tipo de cambio real muy similar a la de Colombia, pero éste ha logrado mantener una ganancia hasta del 40% durante 1994, lo cual le ha permitido expandir rápidamente su sector externo<sup>7</sup>.

A manera de síntesis, cabe repetir aquí las interesantes conclusiones que extrae Schweickert al analizar las perspectivas del caso Argentino<sup>8</sup>: i) una reputación de lucha anti-inflacionaria no se puede importar, sino que debe ganarse en un período relativamente corto, si es que se quiere adoptar un sistema de tipo de cambio fijo (dicho en otras palabras, la solidez fiscal es irremplazable); ii) un programa de estabilización basado en anclas cambiarias siempre constituye una estrategia de alto riesgo, inclusive si se han tomado drásticas medidas de ajuste macro-

<sup>7</sup> Un análisis especial merece el caso de Filipinas, no incluido en la muestra, pues con posterioridad a la crisis Mejicana ha sido calificado como el país asiático con mayor probabilidad de experimentar el "efecto tequila" (i.e. salida de capitales y severa contracción económica).

<sup>8</sup> Véase Schweickert, R. (1994) y en Svensson, L. E. (1994).

económico (o sea, la apreciación del tipo de cambio va erosionando los esfuerzos en otros frentes, particularmente los de ganancias en productividad); y iii) debido a los riesgos anteriores, probablemente un sistema de tipo de cambio fijo no constituye un arreglo cambiario óptimo para economías pequeñas y en vías de desarrollo, pues inhibe las ganancias exportadoras que son el motor del desarrollo.

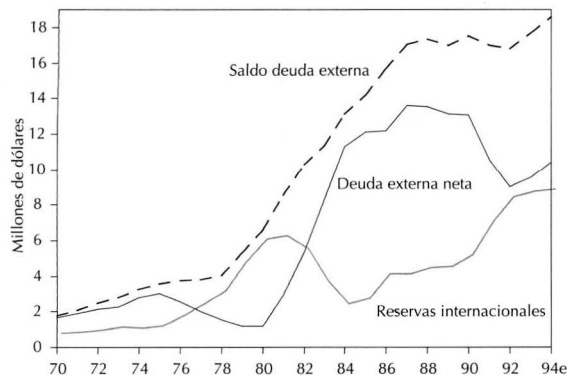
#### IV. NIVELES DE DEUDA EXTERNA Y ESFUERZO EXPORTADOR

Las anteriores conclusiones sobre los programas de estabilización basados en anclas cambiarias, particularmente la relacionada con la perspectiva exportadora, hacen conveniente revisar la actual situación del crecimiento exportador en Colombia y cómo este se torna crucial para evitar que el déficit de la cuenta corriente se traduzca en crecimientos excesivos de la deuda externa (Méjico en los años ochentas) o que se tenga una marcada dependencia de los inlujos de capital de corto plazo (Méjico en los años noventas).

##### A. Evolución de la deuda externa colombiana: 1970-94

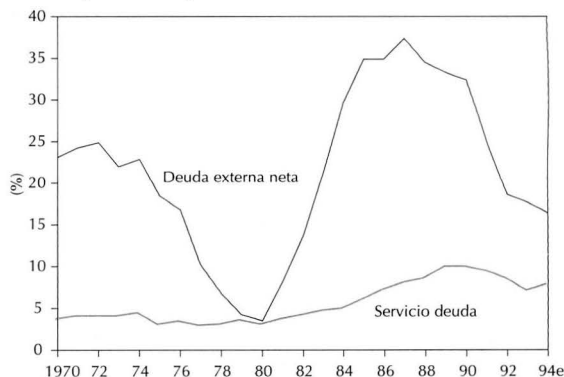
En el gráfico 3 se observa cómo el total de la deuda externa colombiana (pública y privada, incluyendo la de corto plazo) pasó de niveles de US\$5,000 millones, a finales de los años setentas, a cerca de los US\$15,000 millones a mediados de los ochentas (un crecimiento anual del 17%), principalmente como resultado de las aceleradas contrataciones de deuda del período 1979-81 (ver Anexo 1 para detalle de las cifras). Dicho nivel de deuda se mantuvo alrededor de los US\$17,000 millones al inicio de los años noventas, pero se elevó casi a los US\$19,000 millones al finalizar 1994. Buena parte de este incremento se debió al mayor endeudamiento privado, que pasó de los US\$3,000 a los US\$5,300 millones. La contrapartida de este cre-

**Gráfico 3. DEUDA EXTERNA NETA VIGENTE  
(Saldo deuda menos reservas internacionales)**



Nota: Incluye deuda de corto plazo pública y privada.  
Fuente: Cálculos del autor.

**Gráfico 4. DEUDA EXTERNA NETA Y SU SERVICIO  
(Como porcentaje del PIB)**



Fuente: Cálculos del autor.

ciente endeudamiento privado de corto plazo se encuentra, de una parte, en el mayor ritmo de importaciones (31% en dólares durante 1994), con una participación cercana al 25% de los bienes de consumo (frente al promedio de 14% de los años 1991-92) y, de otra parte, en la sustitución de crédito interno por externo que ha inducido el diferencial de tasas de interés.

Sin embargo, al tener en cuenta la tenencia de reservas internacionales, se observa que la deuda externa neta (de reservas) era tan solo de US\$1,200 millones a principios de los años ochenta (3.5% del PIB según el gráfico 4), pero esta fue en ascenso constante hasta alcanzar un pico de US\$13,600 millones (37.4% del PIB) en 1987. Como se recordará, el cambio más dramático ocurrió entre los años 1982-85, cuando el monto de las reservas internacionales netas llegó a estar por debajo de los US\$1,800 millones (menos de 3.5 meses de importaciones) y la deuda externa nominal se incrementó en cerca de US\$5,500 millones en tan solo cuatro años. Estos niveles de US\$13,000 millones de deuda neta se mantuvieron hasta 1990, a partir del cual se redujo a niveles de US\$9,500 millones en 1993 (17.7% del PIB). Esto como resultado de las políticas de prepagos de deuda externa, am-

parados en importantes superávits fiscales, y el continuo crecimiento de las reservas internacionales.

Durante 1994 se presentó un ligero ascenso de la deuda externa neta a cerca de US\$10,500 millones como resultado del mayor endeudamiento privado, antes señalado; no obstante, es importante destacar que, gracias al satisfactorio crecimiento económico de los dos últimos años, la deuda externa neta ha continuado descendiendo hasta niveles de 16.5% del PIB. A este respecto, cabe recordar que este indicador de deuda neta, en el caso de Méjico, no había logrado descender por debajo del 27% del PIB hasta 1994, a pesar del alivio de cerca de US\$17,000 millones (19% del total de la deuda) que representó el programa de reestructuración del período 1987-90<sup>9</sup>.

En el gráfico 4 también se puede observar lo ocurrido con el servicio de la deuda externa total, que pasó de representar menos del 3.5% del PIB hasta 1982 (US\$1,380 millones en dicho año), a partir del cual fue en continuo ascenso

<sup>9</sup> Véase El-Erian, M. A. (1992).

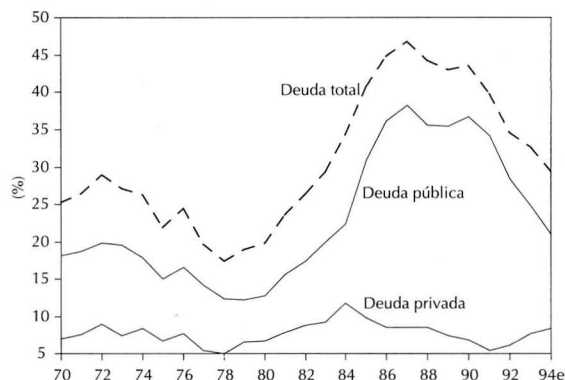
hasta alcanzar 9.3% del PIB en 1990 (US\$3,740 millones en ese año). Desde entonces dicho servicio ha descendido hasta ubicarse en cerca del 7.1% del PIB (del orden de los US\$4,200 millones de 1994) y deberían continuarse los esfuerzos para lograr reducir dicho servicio de la deuda externa a no más del 5% del PIB, tal como ocurría antes de la crisis de la deuda de los años ochentas. Los actuales resultados contrastan positivamente con los alcanzados, por ejemplo, en Méjico, donde el solo servicio de la deuda pública ha estado fluctuando entre 12 y 17% del PIB en los últimos años. Un estimativo conservador nos indica que durante 1994 el servicio total de la deuda pública y privada en Méjico pudo haber comprometido hasta un 19% de su PIB.

### B. Composición de la deuda externa: pública-privada y corto-largo plazo

En el gráfico 5 se ilustra la composición de la deuda externa pública y privada, donde se observa el papel dominante que ha desempeñado la primera, pues la privada se ha mantenido relativamente estable y por debajo del 30% del total. El período 1982-84 constituye una importante excepción, pues allí el monto de la deuda privada prácticamente se duplicó, alcanzando una participación récord de 34.6% en 1984. Del reciente repunte de la deuda privada lo que debe sorprendernos no es su participación relativa, pues con un 28.5% del total en 1994 se ubica apenas en el promedio histórico, sino su rápida recuperación iniciada con la apertura comercial después de 1991, cuando había caído a sólo el 13.5% del total de la deuda<sup>10</sup>.

Sin embargo, el análisis de la composición de la deuda privada entre largo y corto plazo merece un examen mas detallado. Por ejemplo, debe recordarse que en la primera parte de la década

**Gráfico 5. SALDO VIGENTE DE LA DEUDA EXTERNA (Como porcentaje del PIB)**



Nota: Incluye la deuda de corto plazo pública y privada.  
Fuente: Cálculos del autor.

de los ochentas, la participación de la deuda de corto plazo promedió un 66% y que esta sólo logró reducirse al 52% en el período 1986-89 (ver gráfico 6). Durante los años 1990-94, se ha observado un nuevo repunte de la participación de la deuda privada de corto plazo, alcanzando un 58%, en promedio, y al finalizar 1994 alcanzaba el 62%, lo cual podría llegar a representar algunas dificultades si en la actual coyuntura internacional se profundizan las alzas en las tasas de interés y se genera una mayor discriminación financiera a raíz de la nueva crisis mejicana<sup>11</sup>.

### C. Transferencia neta de recursos al exterior

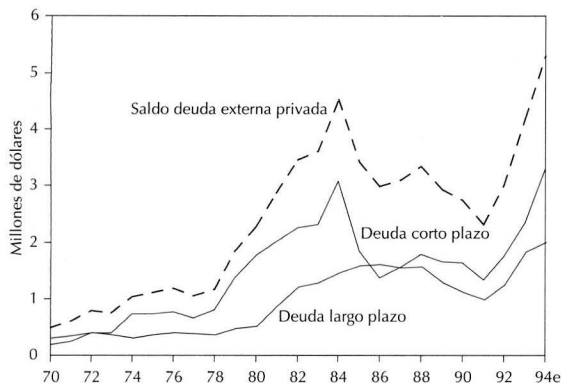
Para finalizar, vale la pena repasar lo ocurrido con la transferencia neta de recursos vía deuda externa, que puede ser definida como la diferencia entre los desembolsos, de una parte, y los pagos de amortizaciones e intereses, de otra. En el gráfico 7 se presenta su evolución, diferenciando el componente del sector público del privado. Dicha transferencia representó una en-

<sup>10</sup> Sobre este tema véase Ocampo J. A. (1994), quien veía problemas en este frente en Colombia aún antes de la crisis mejicana.

<sup>11</sup> Visiones complementarias sobre este tema pueden consultarse en Lora E. y N. Salazar (1995) y Uribe, J.D. (1995).



**Gráfico 6. COMPOSICION DE DEUDA EXTERNA PRIVADO (Millones de dólares)**

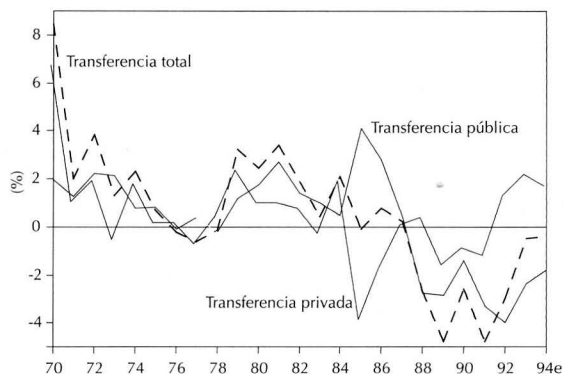


Fuente: Cálculos del autor.

trada neta (+) equivalente al 8% del PIB en 1970, un 4% en 1972 y un 2% en 1974, cuando Colombia fue inclusive objeto de un crédito de contingencia del FMI. En el período 1975-78, los flujos netos de financiamiento público y privado respecto del exterior estuvieron prácticamente en equilibrio, mientras que en el período 1979-84 se registraron nuevamente entradas netas de más del 2% del PIB, en cada año, con la excepción de 1983. En este período las transferencias fueron fundamentalmente de carácter público, presentándose una salida neta (-) privada del orden de los -US\$1,450 millones en 1985 (4% del PIB), compensada totalmente por el sector público.

Por último, se observa que, en el período 1988-94, ha existido una transferencia negativa, del orden de -5% del PIB en los años 1989 y 1991 (US\$2,000 millones), tanto del sector público como del privado, lo cual se reflejó en la caída del nivel de endeudamiento antes comentada. Durante 1993 y 1994, mientras el sector público continuó transfiriendo recursos al exterior por valor de US\$1,100 millones (1.8% del PIB), entre otras razones para aligerar las presiones revaluacionistas, el sector privado reactivó su traída neta de recursos por valor de US\$900 millones (1.5% del PIB), prácticamente compen-

**Gráfico 7. TRANSFERENCIA NETA VIA DEUDA EXTERNA (Entrada neta (+), salida neta (-), como porcentaje del PIB)**



Fuente: Cálculos del autor.

sando los esfuerzos del sector público por aligerar las presiones cambiarias.

En síntesis, se tiene que el sector privado aprovechó la apertura comercial para reactivar sus líneas de corto plazo y elevar este componente a cerca de un 62% del total, frente a un comportamiento que había alcanzado el 52% a finales de la década pasada. Este tipo de financiamiento comercial, que en los primeros años de la apertura estuvo asociado a importaciones principalmente de insumos y maquinaria, recientemente también se ha vinculado a bienes de consumo, elevando su participación a cerca de un 25% del total de importaciones (frente al 14% que se observó en los primeros años de la apertura). El sector privado también utilizó el espacio financiero externo que le dejaba el sector público, al realizar transferencias netas hacia el país por un valor cercano a los US\$1,000 millones (1.5% del PIB), mientras el sector público hacía un esfuerzo de magnitud similar y en sentido contrario para enfrentar las presiones revaluacionistas. Como resultado de lo anterior, el nivel de endeudamiento público se ha logrado reducir a sólo 20% del PIB, aún antes de descontar las reservas internacionales, cuando dicho nivel alcanzaba casi el 38% del PIB en 1987. Por su parte, la deuda privada ha recuperado sus nive-

les históricos del orden del 28% del total de la deuda externa. La deuda externa neta pública y privada representaba cerca del 16.5% del PIB al finalizar 1994.

Ante las medidas restrictivas al endeudamiento privado de corto plazo que se adoptaron durante 1994, las cuales buscaban frenar la sustitución de capital de trabajo interno por externo, y las dificultades de financiación que pudieran surgir a raíz de la nueva crisis de Méjico, cabe esperar que la deuda externa colombiana se estabilice alrededor de estos niveles, que están muy cerca del promedio histórico del 21% del PIB.

#### D. El esfuerzo exportador y la estabilización del endeudamiento externo

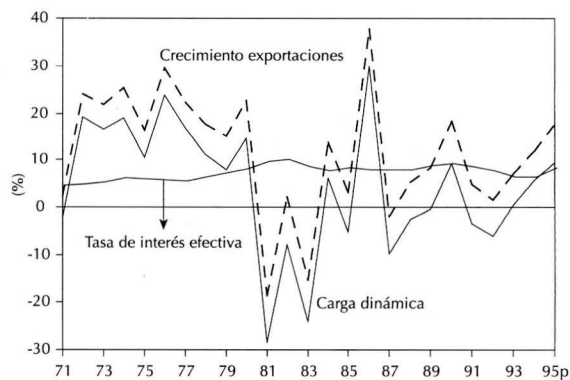
En esta sección se busca responder bajo qué circunstancias de expansión de las exportaciones (no financieras) cabría esperar que Colombia pudiera frenar el ritmo de crecimiento de su endeudamiento externo o inclusive continuar reduciéndolo, como lo ha hecho en los últimos dos años. Como vimos, los niveles actuales de deuda externa neta representan el 16.5% del PIB, pero dependiendo del curso que tomen las tasas de interés externas y el ritmo de crecimiento de las exportaciones vis-à-vis el de las importaciones, y en un ambiente macroeconómico que continúa ejerciendo presiones hacia la revaluación del tipo de cambio, puede ocurrir que se gire hacia una reactivación del crecimiento de la deuda externa colombiana.

En el Anexo 2 se explican los detalles técnicos que ilustran cómo las posibilidades de reducción de la deuda externa dependen crucialmente de, primero, la diferencia entre la tasa de crecimiento de las exportaciones ( $x$ ) (no financieras) y la tasa de interés externa ( $i$ ), que se cobra sobre la deuda y, segundo, del nivel de la deuda externa neta respecto de las exportaciones no financieras, ( $Z = (Deuda\ Externa - Reservas\ Internacionales) / Exportaciones\ no\ financieras$ ).

Para el análisis del primer componente, ( $x - i$ ), resulta útil repasar lo ocurrido durante las dos décadas anteriores. En el gráfico 8 se observa que mientras el crecimiento de las exportaciones no financieras estuvo entre 15 y 30% anual durante gran parte de la década de los setentas, la tasa de interés efectiva pagada sobre el total de la deuda externa estuvo entre 5 y 7% anual, con lo cual se generó un alivio financiero sobre el monto de la deuda que fluctuó entre 5 y 23 puntos porcentuales. Como resultado de lo anterior, la tasa de crecimiento de la deuda neta se fue reduciendo y al finalizar la década de los setentas tan solo representaba un 3.5% del PIB, como lo vimos anteriormente. Dicho en otros términos, mientras que la razón de deuda neta a exportaciones financieras era crítica a principios de los años setentas ( $Z = 1.9$  en 1971), al finalizar la década se había reducido a niveles muy manejables ( $Z = 0.3$  en 1980).

No obstante, durante la primera mitad de la década de los años ochentas las exportaciones mostraron una gran inestabilidad (contrayéndose en cerca de un -20% en 1981 y nuevamente en 1983), al tiempo que los intereses sobre la deuda externa se elevaban a tasas efectivas hasta del 10.1% (en dólares). Esto generó una "carga dinámica

**Gráfico 8. CARGA DINAMICA SOBRE LA DEUDA EXTERNA (Porcentajes; (+) Alivio (-) Carga)**

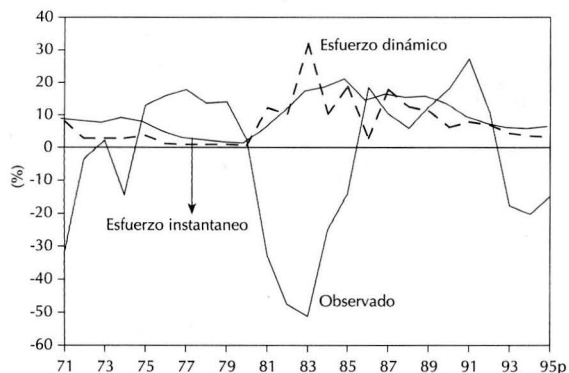


Fuente: Cálculos del autor.

mica" ( $i-x$ ) sobre la deuda externa de 20 a 30% en esos años, llevando la razón deuda a exportaciones a niveles dramáticos de  $Z = 2.6$  en 1985. Sólo la minibonanza cafetera de 1986 permitió que las exportaciones (no financieras) crecieran a tasas del 38% anual, aliviando de manera importante el crecimiento de la deuda en ese año, pero el menor crecimiento exportador respecto de la tasa de interés continuaría hasta 1992. Gracias al repunte de las exportaciones no financieras de 1993 y 1994, con tasas del 7 y 12% anual, respectivamente, se ha presentado un nuevo alivio sobre la dinámica de la deuda, logrando reducir la razón deuda a exportaciones a niveles muy satisfactorios ( $Z = 0.9$  en 1994).

El segundo componente que resulta interesante analizar es el referente al "esfuerzo exportador" requerido para frenar "instantáneamente" el crecimiento de la deuda externa neta o, por ejemplo, al término de 5 años. En el primer caso, el esfuerzo exportador depende del nivel de  $Z = \text{Deuda/Exportaciones}$  y del nivel absoluto de la tasa de interés externa. En el caso dinámico la relación está dominada por la carga que genera ( $i-x$ ). En el gráfico 9 se ilustran los resultados de estos ejercicios. Nótese, por ejemplo, que mien-

**Gráfico 9. ESFUERZO EXPORTADOR REQUERIDO EN COLOMBIA [Suponiendo la relación (deuda neta/exportaciones) fija a 5 años]**



Fuente: Cálculos del autor.

tras se tuvieron valores ( $x-i$ ) positivos y elevados durante la década de los años setentas, el esfuerzo exportador requerido fue cayendo del 10% a sólo el 2% anual (Ver Anexo 2). Sin embargo, al generarse una importante carga dinámica sobre la deuda durante la primera mitad de los años ochentas, se llegó a requerir un esfuerzo exportador  $(X-M)/X$  equivalente al 30% anual, por ejemplo para la situación que se enfrentaba en 1983. Obviamente sostener este superávit exportador ha estado por fuera de las posibilidades históricas, inclusive en los años de bonanzas cafeteras 1976 y 1986 cuando se obtuvo un 15%.

En la segunda mitad de los años ochentas el esfuerzo exportador requerido se fue reduciendo a niveles cercanos al 15% anual, que al satisfacerse en algunos años permitió reducir el endeudamiento neto a  $Z = 1.8$ . Por último, cabe observar que gracias a la caída de la tasa de interés externa y al bajo nivel de endeudamiento que se ha consolidado a principios de los años noventas, el esfuerzo exportador requerido se ubicaba en 1994 a niveles del 6% anual en el caso de reducción "instantánea" y de sólo 3.5% en el caso dinámico, aunque el déficit comercial (no financiero) seguramente estaría alrededor del 15% en 1995<sup>12</sup>.

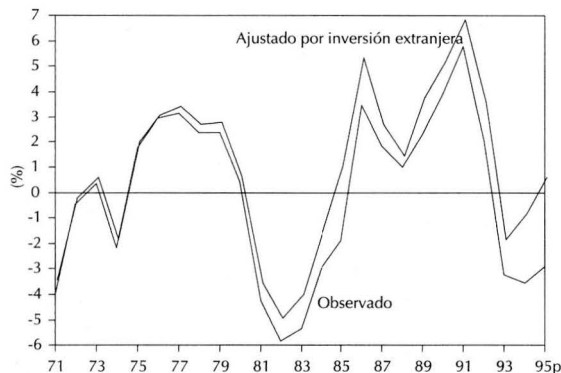
Los anteriores resultados deben ayudar a despejar algunas de las dudas que hayan podido surgir sobre la viabilidad del endeudamiento externo colombiano (público y privado) en los próximos

<sup>12</sup> Un análisis similar al aquí adelantado y probablemente de mayor difusión es el que relaciona la tasa de crecimiento de la economía (en dólares) con el de la tasa de interés. Es posible demostrar que esta diferencia, multiplicada por la relación deuda/PIB, es un buen indicador del superávit requerido en la cuenta corriente no financiera de la balanza de pagos para evitar que crezca el nivel de endeudamiento respecto del PIB. Estos cálculos indican que mientras en los años recientes bastaba con mantener un equilibrio en dicha cuenta corriente, probablemente durante 1995 se requerirá un superávit del orden de 0.8% del PIB para que la relación deuda/PIB no crezca. Véase De Resend R. (1984).

años. En efecto, vimos que el nivel de la deuda externa neta como proporción del valor de las exportaciones se ha reducido drásticamente ( $Z = 2.5$  en 1985 frente a  $Z = 0.9$  al finalizar 1994) y que la dinámica exportadora reciente (12.1% anual en dólares) supera ampliamente el nivel de las tasas de interés externas (6.4% en 1994). De prevalecer estas condiciones, un esfuerzo exportador por encima del 3.5% anual (en dólares) permitiría aliviar aún más los indicadores de la deuda externa colombiana. Aunque es muy probable que en los dos próximos años las tasas de interés externas se eleven en cerca de 2 puntos porcentuales, las mayores exportaciones cafeteras y petroleras permitirán compensar parcialmente dicho efecto, reduciéndose el déficit comercial (no financiero) por debajo del 5%. Adicionalmente, esta tendencia se ve reforzada cuando se tiene en cuenta que la inversión extranjera directa ha pasado de representar cerca del 5% de las exportaciones no financieras, en la segunda mitad de los ochentas, a representar el 15% en 1994 y el 17% en 1995.

En el gráfico 10 se presenta la trayectoria del déficit de la cuenta corriente (no financiera) de la balanza de pagos en el período 1971-95(p). También se presenta la evolución de dicho déficit cuando se ajusta por la financiación directa

**Gráfico 10. DEFICIT (-) CUENTA CORRIENTE NO FINANCIERA (Porcentaje del PIB)**



Fuente: Cálculos del autor.

proveniente de la inversión extranjera, la cual obviamente disminuye las necesidades de financiación de dicho déficit. Nótese, por ejemplo, que en los años 1993-95(p), el déficit de la cuenta corriente (no financiera) se ve reducido de niveles del 3.5% del PIB a 2% en 1993 y casi a cero en 1995, precisamente porque en este último año se espera que la inversión extranjera represente cerca del 3.7% del PIB.

En síntesis, todo lo anterior significa que las tendencias hacia la apreciación del tipo de cambio y los posibles efectos de la crisis mejicana sobre las perspectivas del endeudamiento colombiano posiblemente serán: i) un cambio en la composición de las exportaciones, que tenderá a reforzar la importancia de los productos básicos tales como minerales y petróleo; ii) una alteración de la estrategia de consecución de recursos en el exterior, reduciendo las colocaciones directas de bonos y similares, y reactivando algunas líneas con multilaterales, complementándolas con colocaciones en el mercado doméstico; y iii) un aprovechamiento del buen desempeño en materia de deuda externa que ha tenido Colombia hasta el momento y que la colocan en una situación de privilegio respecto de otros países de América Latina. Si bien tanto la composición de la deuda externa, a nivel de plazos y por agente, continúa siendo favorable para el país, es importante no perder de vista que otras fuentes de financiación indirectas (por ejemplo, a través de las transferencias de la cuenta corriente) podrían cambiar rápidamente y alterar las buenas perspectivas que ahora se tienen. Curiosamente, en 1980 la situación de la deuda externa colombiana parecía inmejorable: la relación deuda neta/exportaciones era tan sólo de 0.2, la tasa de crecimiento de las exportaciones superaba casi en 15 puntos la tasa de interés de la deuda y el esfuerzo exportador requerido para no incrementar la deuda era tan solo del 2%, pero aún así ocurrió la crisis internacional de la deuda en 1982, con serias implicaciones para nuestra economía.

## V. CONCLUSIONES

Hemos repasado las circunstancias que rodearon la crisis mejicana con el fin de extraer algunas lecciones para Colombia. En particular vimos que, en las condiciones actuales de sólido crecimiento de la economía colombiana y de relativa holgura en su posición de endeudamiento neto, la línea de acción más aconsejable es continuar afianzando el modelo de apertura comercial, al tiempo que se gradúa la apertura de la cuenta de capitales, y se busca una mayor eficiencia del gasto público. El desafío del momento continuará siendo la regulación del gasto público y el ritmo de endeudamiento interno y externo del sector privado. También es prudente revisar los mecanismos de estabilización de precios, de tal manera que no se recarguen en una tasa de cambio nominal artificialmente baja, máxime ante la presencia de divisas de origen ilegal. Como vimos, la experiencia mejicana ilustra que, ante un sistema económico que utiliza el tipo de cambio como su única ancla, la reversión de los flujos de capital terminará siendo fatal, especialmente para economías con tasas de cambio relativamente fijas y con elevados niveles de dolarización, que afortunadamente no son las condiciones del caso colombiano.

En materia cambiaria, se señaló cómo el tipo de cambio real en Colombia se depreció en cerca de un 12% en el período 1989-90 y para 1992 había regresado nuevamente a sus niveles de Dic. 1989 = 100, alrededor del cual se mantuvo hasta finales de 1993. Sin embargo, las presiones revaluacionistas se acentuaron durante 1994, llevando a una apreciación real adicional del 9.5%. Esta trayectoria del tipo de cambio de Colombia resultó ser un caso intermedio respecto de los extremos observados en Argentina (60% de apreciación desde 1989) o del Brasil (que mantuvo una depreciación real superior al 10% hasta mediados de 1994, cuando la adopción del «plan real» lo llevó a niveles inferiores hasta en un 8.5% comparado con 1989).

Con relación al nivel de endeudamiento, observamos que durante 1994 se presentó un ligero ascenso de la deuda neta a cerca de US\$10,500 millones como resultado del mayor endeudamiento privado, pero aún así sólo representa el 16.5% del PIB, cifra que se compara favorablemente, por ejemplo, frente a Méjico, que no había logrado descender por debajo de los niveles del 27% del PIB en la última década. De manera similar, el servicio de la deuda externa total ha logrado descender del 9.3% del PIB que se tuvo en 1990 (US\$3,740 millones) al 7.1% del PIB en 1994 (US\$4,200 millones), aunque deben continuarse los esfuerzos para lograr reducir dicho servicio de la deuda externa a no más del 5% del PIB.

Es evidente que el sector privado aprovechó la apertura comercial para reactivar sus líneas de corto plazo y elevar este componente a cerca de un 62% del total, frente al 52% de finales de la década pasada, el cual ha estado recientemente vinculado a crecientes importaciones de bienes de consumo (25% del total, frente al 14% que se observó al iniciarse la apertura). El sector privado también utilizó el espacio financiero externo que le dejaba el sector público, al realizar transferencias netas hacia el país por valor cercano a los US\$1,000 millones (1.5% del PIB), mientras el sector público hacía un esfuerzo de magnitud similar y en sentido contrario para enfrentar las presiones revaluacionistas. Como resultado de lo anterior, el nivel de endeudamiento público se ha logrado reducir a sólo 20% del PIB, aún antes de descontar las reservas internacionales, cuando dicho nivel alcanzaba casi el 38% del PIB en 1987. Por su parte, la deuda privada ha recuperado sus niveles históricos del orden del 28% del total de la deuda externa. La deuda externa neta pública y privada tan sólo representa cerca del 16.5% del PIB al finalizar 1994. Ante las medidas restrictivas al endeudamiento privado de corto plazo que se adoptaron durante 1994, las cuales buscaban frenar la sustitución de capital de trabajo interno por externo, y las dificultades de financiación que pudieran surgir

a raíz de la nueva crisis de Méjico, cabe esperar que la deuda externa colombiana se estabilice alrededor de estos niveles, que están muy cerca del promedio histórico del 21% del PIB.

El conjunto de los anteriores resultados debe ayudar a despejar algunas de las dudas que hayan podido surgir sobre la viabilidad del endeudamiento externo colombiano (público y privado) en los próximos años. En efecto, vimos que el nivel de la deuda externa neta como proporción del valor de las exportaciones se ha reducido drásticamente del valor crítico de 2.5 que se tuvo en 1985 a 0.9 al finalizar 1994 y que la

dinámica exportadora reciente (12.1% anual en dólares) supera ampliamente el nivel de las tasas de interés externas (6.4% en 1994). De prevalecer estas condiciones, un esfuerzo exportador que genere un superávit en la cuenta corriente (no financiera) por encima del 3.5% anual (en dólares) permitiría aliviar aún más los indicadores de la deuda externa colombiana. Aunque es muy probable que en los dos próximos años las tasas de interés externas se eleven en cerca de 2 puntos porcentuales, las mayores exportaciones petroleras permitirán compensar parcialmente dicho efecto, reduciendo el déficit de -15% que seguramente se observará durante 1995.



**Anexo 1**  
**INDICADORES DE LA DEUDA EXTERNA TOTAL COLOMBIANA**  
(Incluye deuda pública y privada de largo, mediano y corto plazo)

	Saldo Total Vigente fin de:	Participación en la Deuda Total Vigente					Como Proporción del PIB (%)				Esfuerzo exportador (%) requerido para estabilizar la deuda	
		Por agente		Deuda de corto plazo			Deuda total	Deuda neta de reservas Total	Servicio total de la deuda	Transf. neta al exterior (-) Salida	Instantáneo	Dinámico
		Pública %	Privada %	Pública %	Privada %	Total						
Mill.US\$												
1970	1.819	72.5	27.5		40.0	11.0	25.3	23.2	3.0	8.4		
71	2.069	71.1	28.9		42.4	12.2	26.5	24.3	3.4	2.0	9.1	8.2
72	2.510	68.8	31.2		50.0	15.6	29.0	25.0	3.4	3.8	8.4	2.8
73	2.784	72.6	27.4		52.1	14.3	27.1	22.1	3.4	1.3	8.0	3.0
74	3.258	68.1	31.9		70.9	22.6	26.3	22.9	3.8	2.3	9.5	3.0
75	3.572	69.1	30.9		66.7	20.6	21.9	18.6	2.4	0.7	8.3	4.0
76	3.746	68.4	31.6		65.9	20.8	24.4	16.8	2.8	-0.2	5.3	1.4
77	3.832	72.5	27.5		63.1	17.3	19.7	10.3	2.3	-0.6	3.2	1.2
78	4.060	71.3	28.7		68.8	19.7	17.4	6.8	2.4	-0.1	2.5	1.1
79	5.303	65.2	34.8		74.4	25.9	19.0	4.3	2.9	3.2	1.9	1.0
80	6.601	65.5	34.5		77.4	26.7	19.7	3.5	2.4	2.4	1.7	0.6
81	8.581	66.5	33.5	8.3	69.9	28.9	23.6	8.1	3.1	3.4	6.1	12.2
82	10.273	66.4	33.6	10.9	65.4	29.2	26.4	13.8	3.5	1.9	11.4	10.4
83	11.383	68.3	31.7	11.6	64.3	28.3	29.4	21.4	4.1	0.4	17.7	32.1
84	13.123	65.4	34.6	8.6	68.0	29.1	34.3	29.6	4.3	2.1	18.9	10.5
85	14.226	76.0	24.0	11.2	53.9	21.5	40.8	34.8	5.4	-0.1	21.2	18.7
86	15.680	80.9	19.1	1.8	46.2	10.3	44.9	34.9	6.5	0.8	14.8	2.7
87	17.047	81.8	18.2	0.8	50.4	9.8	46.9	37.4	7.3	0.2	16.6	17.9
88	17.359	80.7	19.3	1.3	53.4	11.4	44.3	34.6	7.9	-2.6	15.7	12.6
89	17.007	82.7	17.3	1.7	56.4	11.1	43.0	33.2	9.3	-4.8	15.9	11.2
90	17.556	84.4	15.6	1.5	59.5	10.6	43.6	32.4	9.3	-2.6	13.8	6.3
91	16.975	86.4	13.6	1.3	57.6	9.0	39.7	24.7	8.7	-4.8	9.8	8.0
92	16.833	82.2	17.8	2.5	58.4	12.5	34.6	18.7	7.9	-3.0	7.6	7.1
93	17.692	76.3	23.7	2.5	56.3	15.3	32.6	17.7	6.4	-0.5	6.2	4.6
94e	18.608	71.5	28.5	2.6	62.3	19.6	29.4	16.5	7.1	-0.4	6.0	3.5
95p	19.374	70.1	29.9	2.6	56.9	18.8	29.0	15.5	6.0	-1.2	6.6	3.1

Fuente: Elaborado con base en datos del Ministerio de Hacienda y Banco de la República. Los cálculos de Esfuerzo Exportador se basan en Clavijo, S. (1986).

## Anexo 1 DINAMICA DE LA DEUDA EXTERNA<sup>1</sup>

Siguiendo planteamientos tradicionales sobre la dinámica de la deuda externa<sup>2</sup>, a continuación se explican brevemente las condiciones requeridas para que las exportaciones (no financieras) crezcan a una tasa que asegure una cierta estabilidad en la tasa de crecimiento de la deuda externa neta (o sea, descontando las reservas internacionales de la deuda externa).

La expresión señalada en (1) indica que el monto de la deuda externa neta,  $D = (\text{Deuda Externa menos Reservas Internacionales}) = (S - R)$ , tiende a incrementarse tanto con el déficit no financiero de la cuenta corriente  $(M - X)$ , como con el nivel de la tasa de interés que se cobra sobre dicha deuda  $(i)$ .

$$\dot{D} = (M - X) + i D \quad (1)$$

Si adicionalmente se define  $Z = (D/X)$ , como la razón entre la deuda neta y las exportaciones no-financieras, se logra transformar (1) en (2) y a partir de allí se pueden elaborar una serie de pruebas de solvencia financiera.

$$\dot{Z} = (i - x) Z - H \quad (2)$$

La ecuación (2) indica que si la tasa de interés  $(i)$  que gravita sobre la deuda externa resulta mayor que la tasa de crecimiento de las exportaciones  $(x)$ , la razón  $Z$  (deuda neta/exportaciones) terminará por incrementarse, inclusive si no se incurre en nuevos déficits en la cuenta corriente, o sea, aún si  $H = (X-M)/X = 0$ . En este sentido cabe interpretar los valores positivos de  $(i-x)$  como "la carga dinámica" que se tiene sobre la deuda

externa y los valores positivos de  $H$  como el "esfuerzo exportador" requerido para desacelerar (o frenar) el ritmo de crecimiento de la razón deuda neta/exportaciones.

Los ejercicios señalados en el texto ilustran, primero, la trayectoria de "la carga dinámica de la deuda"  $(i-x)$  y, segundo, los valores del "esfuerzo exportador"  $(H)$  requerido para pasar de una fase de creciente endeudamiento a una de estabilidad entre la deuda externa neta y el nivel de las exportaciones no-financieras. Es posible demostrar que, si la carga dinámica sobre la deuda es menor que cero  $(x > i)$ , el esfuerzo exportador requerido para estabilizar el crecimiento de la deuda externa toma la forma señalada en (3), donde los valores iniciales de la deuda  $(Z_0)$  resultan cruciales para alcanzar la estabilidad deseada en el tiempo  $(t)$ , suponiendo una función exponencial de convergencia  $(e)$ .

$$H = \frac{Z_0 i (x - i)}{x e^{t(x-i)} - i} \quad (3)$$

En síntesis, pasar "la prueba fuerte de solvencia" en materia de endeudamiento externo significa que un determinado país está realizando un esfuerzo exportador tal que, a partir de su actual indicador sobre endeudamiento externo neto, es capaz de frenar el crecimiento de su deuda al término de  $t$  períodos. En la medida en que el nivel de las tasas de interés sobre la deuda sea más elevado, mayor será el esfuerzo exportador requerido.

Los resultados indican que el crecimiento de las exportaciones no financieras durante la década de los años setentas superó la tasa de interés efectiva que se pagaba sobre la deuda externa, lo cual representó un alivio importante sobre el

<sup>1</sup> Corresponde a una actualización de Clavijo, S. (1986).

<sup>2</sup> Véase Simonsen, M. E. (1985).

crecimiento del propio monto de la deuda. Sin embargo, en el período 1980-89, con la sola excepción de 1986, el país enfrentó un repunte de las tasas de interés externas y una desaceleración de su ritmo exportador, lo cual generó "una carga dinámica" que presionó el endeudamiento al alza<sup>3</sup>.

Más recientemente, el crecimiento de las exportaciones (no financieras) se elevó al 12.1% anual (en dólares) durante 1994, mientras la tasa de interés efectiva se redujo al 6.4% anual (frente al 9.2% de 1990), lo cual ha representado un alivio de 5.7 puntos porcentuales. En el caso hipotéti-

co de que estas últimas condiciones prevalecieran durante los próximos 5 años ( $t=5$ ), y partiendo de un valor históricamente bajo de  $Z = 0.9$ , se puede concluir que cualquier crecimiento de las exportaciones no financieras, respecto de las importaciones, por encima del 3.5% anual permitiría reducir el crecimiento de la deuda externa colombiana. Otra conclusión interesante es que el esfuerzo exportador instantáneo (o sea el requerido para evitar que se incremente la tasa de endeudamiento) sería actualmente de sólo el 6% anual, frente a tasas del 21% que se requerían, por ejemplo, en 1984, cuando la razón de deuda a exportaciones era tal que  $Z = 2.6$ .

---

<sup>3</sup> Véase gráficos 8 y 9 de los datos del anexo 1.

## REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Calvo, G., C. M. Reinhart y C. A. Vegh (1994), "Targeting the Real Exchange Rate: Theory and Evidence", *Working paper*, IMF, february.
- Claessens, S. and S. Gooptu (1994), "Can Developing Countries Keep Foreign Capital Flowing in?", *Finance & Development*, IMF-World Bank, september.
- Clavijo, S. (1986), "Dinámica de la Deuda Externa: Algunas aplicaciones al Caso Colombiano", *Ensayos Sobre Política Económica*, junio.
- Clavijo, S. (1994), "La Trinidad Económica Imposible en Colombia: Estabilidad Cambiaria, Independencia Monetaria y Flujos de Capital Libres", *Archivos de Macroeconomía*, Documento No. 33, DNP, diciembre.
- De Resend, R. (1984), "Debt Dynamics: A Survey of The Recent Literature and Empirical Exercises for Selected Latin American Countries", IMF-WHD, october.
- El-Erian, M. A. (1992), "Mexico's External Debt Policies, 1982-90" in Mexico: The Strategy to Achieve Sustained Economic Growth, Edited by Loser C. and E. Kalter, *Occasional Paper*, No.99, IMF, september.
- Lora, E. y N. Salazar (1995), "¿Podría repetirse 1982? Un análisis de los Riesgos Macroeconómicos y Financieros en Colombia", *mimeo*, Fedesarrollo, marzo.
- Ocampo, J.A. (1994), "Developmental Challenges in the Second Stage of Aperture", *Lehigh University*, october.
- Schweickert, R. (1994), "Exchange Rate Based Stabilization: Lessons from a Radical Implementation in Argentina", *The World Economy*, march.
- Simonsen, M.E. (1985), "The Developing-Country Debt Problem", G. W. Smith, G. and J. T. Cuddington, (Eds), *International Debt and Developing Countries*, World Bank.
- Svensson, L. E. (1994), "Fixed Exchange Rates as a Means to Price Stability: What Have we Learned?", *European Economic Review*, No. 38.
- Uribe, J. D. (1995), "Flujos de Capital 1978-1994", *Borradores Semanales de Economía*, Banco de la República, marzo.