

# **Comentarios de Coyuntura**

## Publicaciones de FEDESARROLLO

Precio (US \$) para el exterior	Precio (\$) para Colombia	Título de la publicación
16.00	5.000.00	Colombia y la economía mundial, 1830-1910, por José A. Ocampo, 1984.
10.00	1.000.00	El endeudamiento externo en economías fluctuantes y segmentadas, por Eduardo Sarmiento, 1985.
12.00	3.200.00	Diez años de reformas tributarias en Colombia, por Guillermo Perry y Mauricio Cárdenas, 1986.
12.00	3.200.00	La crisis de la deuda en América Latina, Editores Rosemary Thorp y Laurence Whitehead, 1986.
14.00	2.800.00	Sindicalismo y política económica por Hernando Gómez Buendía, Rocío Londoño y Guillermo Perry, 1986.
35.00	12.500.00	Técnicas de medición económica, por Eduardo Lora, 2a. edición Sep.1991.
18.00	5.020.00	Historia económica colombiana, editado por José Antonio Ocampo, 1987.
12.00	2.200.00	¿ Hacia un nuevo modelo de desarrollo ? Un debate, editores José Antonio Ocampo y Eduardo Sarmiento, 1987.
20.00	6.300.00	Lecturas de economía cafetera, editor José Antonio Ocampo, 1987.
18.00	6.000.00	Lecturas de macroeconomía colombiana, por Eduardo Lora, 1988.
14.00	4.000.00	Colombia y la deuda externa: de la moratoria de los treinta a la encrucijada de los ochentas, por José Antonio Ocampo y Eduardo Lora, 1988.
12.00	1.500.00	El Sistema Nacional de Salud, por Jorge Vivas Reyna, Eugenio Tarazona Betancourt, Carlos Caballero Argáez y Nancy Marrero, 1988.
28.00	9.500.00	Introducción a la macroeconomía colombiana, por Eduardo Lora y José Antonio Ocampo, Tercer Mundo, Fedesarrollo, 3a. edición Ag. 1991.
22.00	7.100.00	Apertura y Crecimiento –El reto de los Noventa–, por Carlos Caballero, Catalina Crane, José Antonio Ocampo, Manuel Ramírez, Ana María Rodríguez, Leonardo Villar. Eduardo Lora Editor.
25.00	8.400.00	Apertura y Modernización –Las Reformas de los Noventa–, Eduardo Lora.
40.00	5.750.00	Revista Coyuntura Económica (valor unitario).
38.00	4.500.00	(Precio Estudiantes y profesores)
155.00	23.000.00	Suscripción anual a Coyuntura Económica.
	18.000.00	Suscripción anual a Coyuntura Económica (Estudiantes y profesores)
38.00	4.600.00	Revista Coyuntura Social (valor unitario).
	3.500.00	(Precio Estudiantes y profesores).
75.00	9.200.00	Suscripción anual a Coyuntura Social.
	7.000.00	Suscripción anual a Coyuntura Social (Estudiantes y profesores)
20.00	6.200.00	Inflación y Estabilización en América Latina: Nuevos Modelos Estructuralistas. (1990). Edición Eduardo Lora, Bogotá.
75.00	30.000.00	40 Años de Desarrollo Su Impacto Social. Miguel Urrutia (ed.), Biblioteca Banco Popular, 1990. Edición de lujo.
35.00	8.125.00	40 Años de Desarrollo Su impacto Social. Miguel Urrutia (ed.) Biblioteca Banco Popular, Edición de bolsillo.

**NOTA.** Si cancelan con cheques de otras plazas, favor incluir \$750.00 por concepto de transferencia bancaria. Los cheques deben ser girados a nombre de **FEDESARROLLO**.

# Una propuesta para la conversión de deuda pública externa en deuda interna

---

José Antonio Ocampo

La coyuntura macroeconómica actual es, sin duda, una de las más complejas y paradójicas de la historia económica reciente del país. Como se sabe muy bien, el elemento más destacado ha sido la dificultad para controlar la acumulación de reservas internacionales y su efecto expansionista sobre los medios de pago. La acumulación de reservas ha tenido dos orígenes diferentes: el creciente superávit comercial y una entrada de capitales, disfrazada en gran medida a través de otros rubros de la balanza cambiaria (los cuales contienen, como se ha dicho frecuentemente, elementos importantes de ingresos ilícitos de divisas).

La complejidad de la situación ha residido en que las medidas, lejos de reducir el problema, ha tendido más bien a agudizarlo. Así, la fuerte contracción de la demanda agregada doméstica generada por la política macroeconómica durante 1991 —especialmente la fuerte caída de la demanda de bienes industriales, según los estimativos que se presentan en esta *Coyuntura*— ha tendido a deprimir la demanda de importaciones y, en especial, la del sector público y la de bienes de capital extranjeros para el sector privado. Por otra parte, el auge de exportaciones menores del año pasado estuvo, sin duda, inflado por la recesión domésti-

ca, ya que muchas empresas industriales respondieron a la fuerte contracción de la demanda interna buscando mercados externos. En estas condiciones, el aumento de la demanda de bienes de consumo del sector privado, como resultado de la apertura económica, ha resultado incapaz de dinamizar la demanda global de importaciones, debido a su escaso peso dentro de las compras externas del país. Así las cosas, una parte importante del superávit comercial es un *resultado* de la política de *demanda agregada* y tenderá, por lo tanto, a reducirse cuando se presente una reactivación firme de la actividad productiva doméstica (presumiblemente en 1993)

Por su parte, la entrada de capitales fue en gran medida inducida por dos fenómenos, ambos asociados también a la política económica. En primer término, y principalmente, la gran brecha entre la rentabilidad de los recursos en pesos y en moneda extranjera inducida por la política monetaria contraccionista que se mantuvo a lo largo de 1991, generó un incentivo gigantesco a la entrada de capitales. En segundo lugar, la apertura implícita de la cuenta de capitales —como resultado de la reforma cambiaria, que estableció como principio general que los ingresos de divisas de servicios no

estarían sujetos a todo el rigor del control de cambios y de la amnistía cambiaria decretada dentro del marco de la reforma tributaria de 1990— facilitó adicionalmente la entrada de capitales, al reducir el riesgo de operar en el mercado de divisas o facilitar canales para la entrada legal de capitales.

La abundancia de divisas ha generado una fuerte presión sobre el tipo de cambio real. Esta presión se ha convertido en una gran amenaza contra la política de apertura, no sólo porque acrecienta la competencia contra los sectores sustitutivos de importaciones, en forma acumulativa con los efectos de la eliminación de las restricciones cuantitativas y de la fuerte reforma arancelaria, sino también porque desincentiva la actividad exportadora, cuyo dinamismo es la medida precisa del éxito o fracaso del programa de apertura económica. De hecho, los tipos de cambio reales *efectivos* de exportaciones e importaciones —que incluyen, en el primer caso, los diversos incentivos a las exportaciones y, en el segundo, el equivalente arancelario de las restricciones cuantitativas y el arancel promedio—, se encuentran ya por debajo de los niveles que se habían alcanzado en 1986-1989 y, por supuesto, de los niveles extraordinarios de 1990.

Algunos ejercicios econométricos que se han realizado en los últimos años muestran que el tipo de cambio real está afectado por tres factores diferentes: (1) factores exógenos que afectan la disponibilidad de divisas (el más importante de ellos ha sido históricamente, el precio internacional del café); (2) la política macroeconómica (en particular, una política fiscal contraccionista tiende a

generar una devaluación real); y (3) el saldo acumulado de las reservas internacionales<sup>1</sup>. Esto indica que el tipo de cambio real tenderá a revaluarse si tanto existe un superávit corriente de divisas como si los niveles acumulados de reservas internacionales resultan excesivos. Esta última relación puede resultar algo paradójica para algunos analistas. No obstante, puede explicarse como el efecto que tiene el *nivel* de reservas —y no sólo los flujos esperados de divisas— sobre el ritmo de devaluación oficial y sobre las expectativas de “abundancia” o “escasez” de divisas de los distintos agentes privados.

De acuerdo con este análisis, tanto la persistencia tanto de un flujo superavitario como de un acervo significativo de activos internacionales está, así, determinando la tendencia a la revaluación real del peso que viene experimentando el país. Las expectativas firmes de abundancia de divisas tienden, además, a agudizar la fuente del problema, ya que indican que el rendimiento esperado de los activos extranjeros es muy bajo, tornando así atractiva una mayor entrada de capitales. En estas condiciones, como en muchas otras del mundo económico, las expectativas de los agentes económicos tienden a cumplirse, con lo cual se retroalimentan las mismas expectativas, generando un círculo vicioso, como el que de hecho ha venido experimentando Colombia desde hace cerca de un año.

Para manejar este tipo de situaciones, el país ha utilizado en el pasado diversos instrumentos, algunos de los cuales se han empleado en grados variables en la coyuntura actual. El primero es generar un superávit fiscal, para compensar monetariamente la acumulación de reservas. Esta vía es la que ha venido reclamando la Junta Directiva del Emisor con insistencia en los últimos meses. El defecto fundamental de ella es que tiende a incrementar el superávit comercial, en la medida en que, según hemos visto, este desequilibrio está íntimamente ligado a la recesión doméstica. La evidencia econométrica tiende a respaldar, sin

---

<sup>1</sup> Véanse Santiago Herrera, "Determinantes de la trayectoria del tipo de cambio real en Colombia", *Ensayos sobre Política Económica*, No. 15, junio de 1989, y José Antonio Ocampo, "Ciclo cafetero y comportamiento macroeconómico en Colombia, 1940-1987", *Coyuntura Económica*, octubre de 1989. Estos dos estudios no son estrictamente comparables. El primero no incluye el efecto de las reservas y el segundo el de la política macroeconómica, excepto indirectamente, a través de su impacto sobre la actividad económica global.

embargo, el punto de vista según el cual una mayor austeridad fiscal facilita el manejo del tipo de cambio.

El segundo instrumento es separar las tasas de cambio relevantes para las transacciones comerciales y las de capital. Esta es una de las recomendaciones usuales de muchos modelos teóricos. En Colombia se ha hecho tradicionalmente induciendo una tasa de cambio más baja para las transacciones de servicios —a través de las cuales se filtran múltiples flujos de capital— en relación con otras transacciones de bienes. Aunque renuentes a hacerlo, porque ello implica violar el principio del tipo de cambio único y generar incentivos al arbitraje entre los distintos mercados cambiarios, las autoridades monetarias han terminado también haciendo esto en parte durante la coyuntura presente, a través de los descuentos para la compra de dólares en efectivo por parte del Banco de la República y de la retención en la fuente para ingresos de servicios.

El tercer mecanismo que se ha usado tradicionalmente para manejar estos problemas ha sido inducir un flujo de capitales negativo con el exterior. Desde mediados del año pasado se han empleado varios instrumentos para tal fin: el establecimiento de plazos máximos de giro para nuevas importaciones y diversos sistemas de prepago de la deuda externa, incluido aquel que se ha venido haciendo en los últimos meses con los recursos obtenidos a través de la emisión de bonos en moneda extranjera del gobierno nacional. Curiosamente, la Junta del Banco de la República autorizó a comienzos de 1992 el acceso al crédito externo del sector privado, con el objetivo de presionar las tasas de interés activas a la baja, en abierta contradicción con el propósito de reducir los flujos de divisas.

Desde fines de 1991, la Junta del Banco ha buscado controlar la entrada de capitales a través de una cuarta vía: reducir el rendimiento de los activos en moneda nacional. Esto ha implicado, en cierto sentido, un cambio en las metas monetarias: de un

objetivo cuantitativo sobre crecimiento de los medios de pago a una meta de tasa de interés. La controversia sobre cuál de estos propósitos debe ser el centro de atención de las autoridades monetarias ha llenado muchas páginas de la literatura económica. En una economía más abierta, como la que tenemos hoy en día en Colombia, existe, sin embargo, un consenso sobre el menor control que tienen las autoridades sobre la cantidad de dinero —una lección que las autoridades económicas aprendieron a fuego el año pasado— y, por lo tanto, que el objetivo de la política monetaria debe ser más bien la tasa de interés o —lo que es equivalente, dados los efectos de la tasa de interés sobre la cuenta de capitales— las reservas internacionales.

Al igual que lo que ha acontecido con el segundo de los mecanismos mencionados, las autoridades monetarias se han quedado algo cortos en el uso de este instrumento. En efecto, según lo indican los Cuadros incluidos en esta entrega de *Coyuntura Económica*, La fuerte reducción que han experimentado las tasas de interés pasivas, especialmente durante el presente año, no ha logrado reducir la mayor rentabilidad de las inversiones en moneda nacional. La razón es muy simple: con expectativas de devaluación de no más del 15% y tasas de interés internacionales de 4%, la tasa de interés doméstica que eliminaría los incentivos a la entrada de capitales sería una tasa de un 20%, que es negativa en términos reales (lo cual refleja precisamente, la expectativa generalizada de revaluación real) y exigiría una expansión de los medios de pago superior a la actual, que ya asusta (aunque más con criterios tradicionales de economía cerrada) a algunos miembros del equipo económico.

La propuesta que se presenta a continuación busca directamente reforzar el tercero de los mecanismos anotados e indirectamente el cuarto, en la medida en que el freno al ritmo de acumulación de reservas o incluso su reversión logre aumentar las expectativas de devaluación y facilitar, así, la reducción entre las rentabilidades relativas de los

## ESQUEMAS DE CONVERSION

### Primera alternativa

<b>Banco de la República</b>	
Disminución de Reservas Internacionales	Disminución de OMAS

<b>Gobierno</b>	
	Disminución de Deuda Externa
	Aumento de OMAS

### Segunda alternativa

<b>Banco de la República</b>	
Disminución de Reservas Internacionales	
Crédito al Gobierno	

<b>Gobierno</b>	
	Disminución de Deuda Externa
	Crédito del Banco de la República

activos financieros en moneda nacional y extranjera. Parte del presupuesto, ya expresado, según el cual el deterioro de la tasa de cambio real, conjuntamente con los cambios en la política comercial, han generado una revaluación real efectiva para las exportaciones e importaciones exagerada en una perspectiva de mediano y largo plazo y que un deterioro adicional pone, por lo tanto, en peligro el proceso de apertura económica.

La propuesta consiste fundamentalmente en realizar una operación de prepagado de deuda pública externa en gran escala, mucho mayor que aquella que se ha logrado hacer con el mecanismo de los bonos en moneda extranjera. Ello se haría mediante una conversión de dichos pasivos externos en deuda interna. Creo, sin embargo que, en la coyuntura actual, sólo una operación en gran escala de este tipo puede lograr realmente el propósito de

reducir las expectativas de devaluación, ya que es la única que generaría la credibilidad en el compromiso del gobierno y las autoridades monetarias de reducir las reservas internacionales.

La propuesta busca igualmente corregir una de las peculiaridades de los balances actuales del país en su conjunto, especialmente el hecho que las reservas internacionales tienen como contrapartida una deuda externa aún mayor y que, como consecuencia, el país como un todo tiene una pérdida asociada a que sobre las primeras recibe una tasa de interés pasiva, en tanto que sobre la segunda paga una tasa activa. Esta pérdida se justifica cuando las reservas son necesarias para satisfacer las necesidades de liquidez internacional del país, ya sea de transacción o precautelativas (anticipar, en este último caso, una situación futura más estrecha). Creo, sin embargo, que podría existir un consenso

sobre el hecho de que, desde ambos puntos de vista, el nivel actual de reservas es exagerado.

La conversión se podría hacer a través de las dos alternativas que se ilustran en el Cuadro anexo a través de los cambios que experimentarían los balances, tanto del Banco de la República como del gobierno (o, más en general, del sector público). La primera alternativa sería que el gobierno nacional asumiera una parte de las OMA, convirtiéndola, así, en pasivos de la Tesorería y, como contrapartida, cancelara deuda externa. Ambos lados del balance del Banco de la República se verían disminuidos, en tanto que en el pasivo del gobierno habría una sustitución de obligaciones externas por internas. La gran desventaja de esta alternativa es que convierte un pasivo de largo plazo del gobierno en uno de corto plazo y, si no se logra el propósito de reducir las expectativas de devaluación, uno más costoso. Sin embargo, para el sector público en su conjunto —que incluye al Banco de la República— esto es una mera ficción, ya que dicho pasivo interno de corto plazo existe de todas formas y deberá mantenerse en montos elevados por mucho tiempo. El problema es, por lo tanto, estrictamente, de *distribución* de recursos al interior del sector público.

La segunda alternativa sería otorgar créditos del Banco de la República al gobierno o a las entidades del sector público, con el único propósito de cancelar deuda externa. Los créditos podrían hacerse en las mismas condiciones que la deuda que se cancele, en términos de plazo, tasas de interés y tipos de moneda en la cual está estipulada la deuda. En este caso, habría una sustitución en el lado de los activos del Banco de la República y un cambio paralelo de los pasivos del gobierno. No habría, por otra parte, los problemas sobre sustitución de pasivos de largo por corto plazo del gobierno, es decir, no plantearía el problema de distribución de recursos mencionado en el párrafo anterior. En contra de la alternativa, podría argumentarse que viola el principio constitucional, establecido en el Artículo 373 de la Carta Política,

según el cual los créditos del Banco de la República al gobierno tienen un carácter excepcional. En contra de ello puede pensarse, no sólo que la coyuntura actual es excepcional sino, especialmente, que el Artículo se refiere al “mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda” —es decir, a evitar la emisión—, lo cual es irrelevante en el caso mencionado, ya que la operación propuesta es monetariamente neutra.

En efecto, según se aprecia en el Cuadro, ambas alternativas son neutras desde el punto de vista monetario. Ambas generan, además, una ganancia global para el país, equivalente al margen de intermediación internacional sobre la deuda externa cancelada. La diferencia fundamental es, por lo tanto, la redistribución de recursos entre el gobierno y el Banco de la República que genera la primera de las alternativas mencionadas.

Convendría terminar con tres comentarios adicionales. El primero es que las operaciones mencionadas pueden realizarse, no cancelando créditos vigentes sino evitando el desembolso de nuevos créditos. En segundo lugar, sería necesario, al escoger los pasivos externos que se incluirían en el esquema, analizar detenidamente los efectos de las operaciones de conversión sobre la estructura de la deuda externa del país, en términos de intereses, plazos u otros costos. Entre estos últimos debe incluirse el hecho que el pago de la deuda pública con la banca comercial reduce la efectividad de sindicaciones “semi-forzosas”, como las que el país ha utilizado desde mediados de los años ochenta. Finalmente, quiero anotar que no considero muy importante la objeción al esquema anotado según la cual se perdería el control que las entidades crediticias externas ejercen sobre las empresas públicas endeudadas. Si el gobierno ha sido capaz de introducir gradualmente mucha disciplina al manejo financiero de las empresas, no veo porque no podría hacerlo en el frente crediticio. Además, la única entidad que realmente ejerce un control de este tipo es el Banco Mundial.