

LA DEUDA EXTERNA Y LAS POSIBILIDADES
DE CRECIMIENTO ECONOMICO EN COLOMBIA

Eduardo Lora y José Antonio Ocampo

Pese a la indudable solidez que sigue caracterizando al sector externo de la economía colombiana, el tema del endeudamiento externo ha resurgido con fuerza inusitada en los debates nacionales recientes. Las considerables amortizaciones de capital previstas para los próximos años, el consenso que se ha despertado en el país en torno a la necesidad de mantener tasas de crecimiento económico satisfactorias y la incertidumbre creciente sobre la evolución del mercado internacional de capitales son los tres elementos fundamentales que explican el retorno de esta controversia.

En este ensayo se analiza la discusión reciente a la luz de estas consideraciones. El trabajo se divide en tres partes. En la primera se reseña la naturaleza del debate reciente en Colombia; en la segunda se estudia con mayor detenimiento la relación entre el crecimiento económico y la estrategia de financiamiento, analizando en ese contexto las recomendaciones de Bela Balassa y colaboradores ^{1/} en conexión con las políticas de endeudamiento externo. En la tercera y última sección se discute el impacto

^{1/} Bela Balassa, Gerardo M. Bueno, Pedro Pablo Kuczynski y Mario Henrique Simonsen, Hacia una recuperación del crecimiento económico en América Latina, México : Colegio de México, 1986.

previsible de los desarrollos en el mercado internacional de capitales sobre la estrategia colombiana en materia de crédito externo y se señalan algunas recomendaciones de política.

I. EL DEBATE ACTUAL SOBRE LAS ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO EXTERNO EN COLOMBIA

A. Negociación de Créditos Voluntarios vs. Refinanciación de la Deuda

La naturaleza del problema de financiamiento externo colombiano en los próximos años se desprende con claridad del análisis del Cuadro No. 1. En este cuadro se comparan los resultados de la balanza de pagos y las necesidades de financiamiento externo del país durante los años críticos de 1981 a 1984 con las proyecciones entregadas a la banca internacional para el periodo 1987-1990. El primer hecho que resalta claramente en este cuadro es el impresionante ajuste de la balanza comercial del país entre uno y otro periodo, que en términos netos equivale a más de US\$2.800 millones anuales. Este resultado favorable está relacionado en parte con los ajustes del tipo de cambio, que se ha reflejado en una reducción de la demanda de importaciones y en un aumento de las exportaciones menores, pero también con otros fenómenos, en particular los resultados favorables de las inversiones de largo plazo en el sector energético, que han producido jugosos dividendos en términos de descubrimientos petroleros. En efecto, el impacto conjunto del aumento en las exportaciones de petróleo y de la disminución de las importaciones de hidrocarburos explica más del 60% del cambio

neto esperado en el balance comercial entre comienzos de los años ochenta y fines de la misma década (el gobierno espera una superávit petrolero de US\$1.398 millones anuales en el resto de la década, comparado con un déficit de US\$335 millones en los primeros años del decenio).

Según las estimaciones oficiales, pese al deterioro en la balanza de servicios, el déficit en cuenta corriente mostrará una mejoría neta de cerca de US\$1.600 millones anuales. Este hecho debería reflejarse por sí solo en una reducción considerable de las necesidades de financiamiento externo del país. No obstante, el crecimiento espectacular de las amortizaciones de capital, correspondiente a las deudas de mediano y largo plazo del sector público, mantendrá los requerimientos financieros brutos en niveles muy elevados. Las amortizaciones anuales de dicha deuda serán en los próximos años cuatro veces más altas que aquellas típicas en la primera parte de la década. De hecho, estas amortizaciones representarán proporciones considerables de las deudas contratadas a fines de 1986 : 65% en el caso de la banca comercial, 51% para los créditos de proveedores y proporciones más pequeñas, aunque importantes, para los bonos (39%) y las agencias bilaterales (26%) y multilaterales (25%) ^{2/}. Como los flujos de inversión extranjera directa no aumentarán (las proyecciones oficiales sobre la materia son, de hecho,

^{2/} República de Colombia, Programación financiera, 1987-1990, Bogotá, mayo de 1987, Cuadro No. 6.

excesivamente optimistas según veremos en la sección II) y se espera que los flujos privados de capital sean negativos, los desembolsos netos de créditos de mediano y largo plazo para el sector público deberán aumentar sobre los niveles que fueron típicos durante los años de grandes desequilibrios externos de comienzos de la década del ochenta si se espera que las reservas internacionales permanezcan en sus niveles actuales. Más aún, como el financiamiento neto de la banca comercial se espera que sea nulo, esto sólo es compatible con un crecimiento de los recursos provenientes de las agencias multilaterales y bilaterales.

Pese a las considerables necesidades de crédito bruto, las necesidades de financiamiento neto proyectadas por el gobierno son extremadamente modestas, según se desprende claramente del Cuadro No. 2. En efecto, las proyecciones oficiales prevén un aumento muy reducido de la deuda total del país en el resto de la década (3.2% anual), que podría traducirse incluso en una disminución de la deuda real. Más aún, se espera una pequeña reducción de la deuda total con la banca comercial y una disminución considerable en el ritmo de crecimiento de la deuda de mediano y largo plazo con agencias diferentes a los bancos comerciales, no sólo en relación con el período 1978-1982 sino, especialmente, con los años 1982-1986.

Bajo estas condiciones, la justificación más importante del

plan de financiamiento la expresa con claridad el siguiente párrafo extraído del documento presentado por el gobierno a la banca comercial :

"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" 3/.

Esta estrategia ha tenido defensores ilustres, entre ellos algunos representantes importantes del partido de oposición 4/. No obstante, la defensa más clara de la estrategia gubernamental ha sido hecha, por el Director de Crédito Público en un documento presentado en el debate sobre el tema organizado por FEDESARRROLLO y FESCOL hace algunos meses 5/. En este documento, fuera de consideraciones similares a las ya anotadas, el autor menciona cinco justificaciones adicionales :

3/ Ibid, p. 10.

4/ Hugo Palacios Mejía, "El financiamiento externo colombiano entre 1987 y 1990 : Negociación o Reprogramación?", Debates de Coyuntura Económica, No. 6, junio de 1987; Rodrigo Llorente M., "Desarrollo y extensión del crédito externo", Economía Colombiana, julio-agosto de 1987.

5/ 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.

1. El alto contenido doméstico de los programas sociales hacia los cuales destinará una proporción creciente de sus gastos el gobierno nacional, que exigen créditos de libre disponibilidad para el gobierno.

2. El cambio de la naturaleza de los prestatarios (disminución en la importancia relativa de las empresas públicas, especialmente del sector energético, y aumento en la proporción de créditos canalizados a través del presupuesto nacional) y las rigideces institucionales que existen en el país para hacer la canalización de los recursos correspondientes por medios exclusivamente domésticos. Este problema se acentuaría con las rigideces adicionales que crearía la exigencia de los acreedores en las renegociaciones de la deuda de que el sector público garantice las deudas privadas.

3. Los beneficios reducidos de la refinanciación desde el punto de vista cuantitativo, dada la naturaleza de los prestamistas y el perfil de la deuda colombiana.

4. Evitar los costos implícitos de las reprogramaciones, aun cuando quizás podrían obtenerse mejores condiciones financieras explícitas en un proceso de esta naturaleza. A este respecto cabe observar que las condiciones de los créditos sindicados contratados recientemente por Colombia han sido más

desfavorables que aquellas que han conseguido los países que han renegociado la deuda. En efecto, los términos acordados en el crédito "Jumbo" de US\$1.000 millones contratado en 1985 fueron nueve años de plazo, con cuatro de gracia, tasas de interés del 1.5% sobre LIBOR ó 1 1/8% sobre PRIME durante los primeros cuatro años y de 1 3/8% sobre LIBOR (1% sobre PRIME) para el resto del período de amortización. En la segunda ronda de renegociaciones de la deuda externa latinoamericana, entre 1982 y 1984, el margen sobre LIBOR se fijó en la mayoría de los casos en torno a un punto, pero algunos países como Argentina y México lograron márgenes de 0.67 y 0.65% ^{6/}. Por otra parte, los términos ofrecidos a Colombia en las negociaciones de 1987 para el crédito de US\$1.060 millones también son más gravosos que los conseguidos recientemente por países como Chile, Argentina y Venezuela en sus renegociaciones : tasa de interés de 0.94% sobre LIBOR vs. 0.85% en las renegociaciones, plazos de 10.5 años vs. 17.8 y período de gracia de 5 vs. 5.2 años en las renegociaciones ^{7/}. No obstante, pese a reconocer estos problemas, el Director de Crédito Público indica que los términos más onerosos de los créditos están acompañados por la ausencia de otro tipo de costos típicos en las renegociaciones --tasas de interés de mora durante algún período, tasas más altas para créditos de corto plazo, mayores comisiones de seguros y mayores dificultades para

^{6/} Véase Andrés Bianchi (comp.), La deuda externa latinoamericana, Grupo Editor Latinoamericano, 1985.

^{7/} La Nota Económica, No. 23, agosto 15 de 1987.

realizar transacciones comerciales--.

5. Por último, según el trabajo citado, la estrategia gubernamental permite el acceso a nuevas fuentes de recursos (el mercado japonés y el creciente mercado internacional de bonos) y reduce los condicionamientos para la política económica, ya que los programas de renegociación generalmente requieren de la vigilancia del Fondo Monetario Internacional.

Los críticos de la posición oficial y defensores de la reprogramación de la deuda argumentan sobre tres líneas diferentes. La primera, y sin duda la más importante, se refiere a las tasas de crecimiento económico que supone el programa de financiamiento del gobierno ^{8/}. En efecto, aunque estas tasas son caracterizadas por el mismo documento como "vigorosas" ^{9/}, resultan 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

^{8/} Véase 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.

^{9/} República de Colombia, op. cit., p. 18.

ajuste reciente. Curiosamente, el Plan de Desarrollo presentado por el gobierno eleva a un 5% la tasa de crecimiento esperada, pero no analiza las implicaciones de este mayor ritmo de expansión de la economía sobre las necesidades de financiamiento externo ^{10/}.

El segundo argumento se relaciona con la factibilidad de la estrategia gubernamental en el contexto del mercado internacional de capitales. Fuera de las condiciones crediticias más favorables que han obtenido en los últimos años los países que han optado por la reprogramación, ya consideradas en un párrafo anterior, un argumento adicional y quizás más importante es aquel según el cual esta estrategia alternativa garantiza recursos automáticos, oportunos y permite una programación multianual ^{11/}. Por el contrario, la estrategia actual del gobierno crea considerables incertidumbres sobre la disponibilidad de divisas del país en los próximos años, lo cual puede constituirse en un freno a la inversión privada y a la actividad económica en general ^{12/}.

^{10/} Departamento Nacional de Planeación, Plan de Economía Social, Bogotá, Agosto de 1987. Pese a la mayor tasa de crecimiento económico supuesta, la proyección de la balanza de pagos de este documento (véase p. 336) no altera las importaciones en relación con las proyecciones presentadas a la banca internacional.

^{11/} Véase también, al respecto, Cabrera op.cit., p. 17.

^{12/} Fuera de los trabajos citados en la Nota 8, véase también Nohra Rey de Marulanda, "La estrategia de endeudamiento colombiano : la perspectiva inmediata", Debates de Coyuntura Económica, No. 6, junio de 1987.

Un último argumento se relaciona con las distorsiones que genera el servicio de la deuda externa en la programación presupuestal. Como la ley orgánica del presupuesto otorga implícitamente una prioridad al servicio de la deuda sobre otro tipo de gastos y como el mismo estatuto presupuestal impone requisitos extremadamente rígidos para incorporar como ingresos fiscales para propósitos presupuestales los recursos de crédito, el enorme crecimiento del servicio de la deuda nacional ha entrabado considerablemente la programación presupuestal, especialmente en materia de inversión ^{13/}. Al respecto, un reciente Informe Financiero de la Contraloría General de la República afirma :

"el exorbitante crecimiento en pesos del servicio de la deuda externa (...) le ha quitado un amplio espacio a las apropiaciones presupuestales para inversión pública y parte del gasto social. Vista así, la prioridad dada al pago del servicio de la deuda, se convierte en uno de los factores determinantes del faltante de apropiación, el cual, por residuo, se concentra en funcionamiento e inversión. Si se encontrara una solución adecuada al problema del servicio de la deuda, se resolvería simultáneamente el de los faltantes de

^{13/} De acuerdo con los datos de Mauricio Cabrera ("El financiamiento externo", en ANDI Memorias del seminario sobre el sector externo colombiano, sus limitaciones y posibilidades, Medellín, junio de 1987, p. 45) el servicio de la deuda pasó de representar un 7% del presupuesto nacional en 1985 a un 24% en 1987. Como proporción de los ingresos ordinarios de la Nación, dicha proporción se elevó del 13.3% en 1982 a 35.1% en 1986. Véase Contraloría General de la República, Informe financiero mensual, agosto de 1987, p. 14.

apropiación" 14/.

Conviene anotar que éstas no son las únicas críticas a los programas de financiamiento externo del gobierno. Aún haciendo una defensa enérgica de la estrategia oficial, Hugo Palacios ha criticado la ausencia de proyecciones fiscales y de proyectos orientados a la exportación en el documento presentado a la banca internacional 15/. La primera de estas críticas ha quedado despejada con las proyecciones fiscales incluidas en el reciente Plan de Desarrollo 16/. Curiosamente, un punto de vista similar a la segunda crítica de Palacios parece compartirla el propio Banco de la República, que argumentó en las "Notas Editoriales" de su Revista de noviembre de 1986 que los proyectos que se presenten a la banca internacional deben en lo posible ampliar la capacidad exportadora 17/. También desde una defensa de la posición oficial, Carlos Caballero ha criticado, por su parte, el programa de financiamiento por la ausencia de mecanismos que permitan transferir recursos de las entidades internacionales al sector privado colombiano 18/.

14/ Contraloría General de la República, Informe financiero mensual, agosto de 1987, p. 14.

15/ Palacios, op.cit., pp. 37-38.

16/ Departamento Nacional de Planeación, op.cit., pp. 303-328.

17/ "Notas Editoriales", Revista del Banco de la Republica, noviembre de 1986, p. 18.

18/ Carlos Caballero Argáez, "Comentarios" a Mauricio Cabrera, en ANDI, op.cit., p. 69.

Por último, conviene anotar que el análisis más detallado que se ha realizado en nuestro país sobre las virtudes de la refinanciación y, en realidad, sobre ésta y otras estrategias de manejo heterodoxo de la deuda externa, fue el que realizó hace unos años Javier Fernández ^{19/}. Haciendo una selección de algunos de los múltiples elementos que considera este autor, podríamos resumir sus conclusiones afirmando que el atractivo de la refinanciación depende de las siguientes condiciones : (a) los coeficientes de endeudamiento iniciales; (b) el crecimiento esperado del comercio exterior y, más en particular, la relación entre dicho crecimiento y la tasa de interés vigente; (c) la composición de la deuda externa, que determina qué proporción puede ser sujeta a refinanciación; (d) la tasa de crecimiento esperada de la deuda con la banca comercial en caso de que no se opte por esta estrategia; y (e) el efecto que pueda tener esta decisión sobre la oferta de recursos de otras fuentes, tanto de la banca multilateral y bilateral, como el acceso a recursos de corto plazo en caso de una baja súbita de las exportaciones. Conviene anotar que, con base en este tipo de consideraciones, este autor ha apoyado recientemente la estrategia de

^{19/} Javier Fernández, "Moratoria de la deuda externa (Análisis Financiero)", Ensayos sobre política económica, No. 7, junio de 1985; "Reestructuración de la deuda externa latinoamericana: una nota sobre sus implicaciones", Revista de Planeación y Desarrollo, abril-septiembre de 1984; y "Crédito bancario involuntario a países", Coyuntura Económica, marzo de 1984.

financiamiento del gobierno ^{20/}.

B. Algunas Consideraciones Preliminares sobre la Controversia Reciente

Todos los tratadistas nacionales del tema, pero también implícitamente los mismos documentos oficiales, toman como punto de partida el único supuesto razonable para analizar el problema que nos ocupa, es decir, que la selección de una estrategia de financiamiento externo no es un problema de principios abstractos sino de conveniencia nacional. Por este motivo, en la discusión que sigue haremos caso omiso de aquellas posiciones según las cuales el país debe optar necesariamente por aquella estrategia que obedece las reglas del juego de la banca internacional. Por el contrario, trata más bien de analizar en qué medida estas reglas son compatibles con el interés nacional dentro de las condiciones actuales del mercado financiero internacional. En esta sección haremos un primer análisis de algunos argumentos que se han aducido en favor de una u otra estrategia, seleccionando aquellos en torno a los cuales debe centrarse la discusión del tema que nos ocupa.

Un primer argumento que merece considerarse se relaciona con la importancia cuantitativa que podría tener una estrategia de refinanciación. Este tema puede analizarse desde dos puntos de

^{20/} Memorando Económico, marzo de 1987, p. 6.

vista diferentes. El primero --que es aquel que se ha resaltado en las discusiones recientes-- se relaciona con el monto de los pagos que podrían ser objeto de renegociación. Sobre esta materia, resulta evidente en las propias proyecciones y pronunciamientos oficiales que, pese a la estructura de la deuda externa colombiana, los montos correspondientes son considerables. De hecho, este punto lo reconoce implícitamente el propio documento presentado a la banca internacional al afirmar que el perfil de amortizaciones de la deuda pública externa, es la única fuente de dificultades previsibles en el frente externo. Si a ello se agregan los pagos de intereses a estos mismos bancos, o la posibilidad de incluir en las renegociaciones algunos créditos con entidades bilaterales, es evidente que el monto de los recursos no es insignificante. Este punto de vista aparece más claro cuando se mira lo que en la literatura reciente se ha denominado la "transferencia de recursos" de o hacia la banca internacional, es decir, la suma de los recursos netos de capital y de los intereses pagados a los bancos. La refinanciación se torna crecientemente atractiva en la medida en que los intereses pagados excedan por montos considerables los recursos netos de capital. En esta materia, la propia estrategia gubernamental, al proyectar un crecimiento nulo de la deuda con la banca comercial y un aumento de los recursos de otras fuentes inferior a la tasa de interés internacional prevista acepta que el país tendrá un drenaje considerable de recursos hacia el futuro (Véase el Cuadro No. 2 y el estimativo de la transferencia

de recursos hacia el exterior en la sección siguiente).

Un corolario importante de las consideraciones anteriores es que aquellos argumentos que resaltan la conveniencia de destinar el financiamiento externo a proyectos de uno u otro tipo carecen de sustento. Esta crítica se refiere tanto a la posición expresada por el Director de Crédito Público y por varios documentos oficiales según los cuales se requieren recursos de libre disponibilidad del gobierno nacional para los programas sociales, como a la posiciones expresadas por Hugo Palacios y el Banco de la República que señala la conveniencia de financiar nuevos proyectos de exportación y la sugerencia de Carlos Caballero de canalizar algunos recursos de crédito externo hacia el sector privado. Sin perjuicio de las virtudes de estos proyectos, es evidente que el problema de financiamiento externo actual del país, analizado desde una perspectiva global, tiene características que no permiten darle un tratamiento adecuado con base en la vieja metodología de financiamiento por proyecto. De hecho, podríamos afirmar que la discusión actual no gira realmente en torno a si es conveniente o no refinanciar la deuda externa del país, sino a si debe refinanciarse implicitamente a través de la contratación de nuevos créditos para pagar las amortizaciones previstas, o explicitamente, como lo pregonan los

críticos de la estrategia oficial ^{21/}.

En realidad, el énfasis de algunos analistas en torno a los proyectos que deben financiarse con recursos externos confunde dos problemas enteramente diferentes : el de la deuda externa del país, que es en esencia de refinanciación de uno u otro tipo , y el de la transferencia interna de recursos que debe hacerse hacia nuevos proyectos --sociales, de exportación o privados--. En efecto, la estrategia oficial equivale a realizar la transferencia de recursos entre entidades domésticas a través de la banca internacional : las entidades que se endeudaron en el pasado pagan el servicio de la deuda al resto del mundo y parte de estos recursos retornan al país para financiar nuevos proyectos. Como es apenas evidente, el mismo resultado se obtendría con una refinanciación de la deuda global, si se diseñan mecanismos apropiados para transferir domésticamente los recursos correspondientes. De esta manera, aquellos argumentos que centran su atención sobre la imperfección de los mecanismos de transferencia de recursos entre entidades públicas o entre el sector público y el privado constituyen defensas o críticas muy débiles de la posición oficial ya que, de acuerdo con viejos

^{21/} Este punto de vista lo ha desarrollado con particular nitidez Eduardo Sarmiento al afirmar que "Por simple aritmética, todos los recursos que se obtengan se destinarán a cubrir las amortizaciones y los intereses. En este sentido, los llamados créditos frescos no serían otra cosa que una refinanciación disfrazada". Por ende, "los criterios tradicionales de contratación de préstamos externos para proyectos no son aplicables en las condiciones actuales del país" (Del ajuste a la refinanciación..., op.cit.).

principios de política económica, las soluciones a los problemas respectivos deben buscarse en su fuente (la transferencia de recursos internos) y no indirectamente (alterando la política de endeudamiento). Por esta misma razón, la defensa de la política de refinanciación basada en argumentos de carácter fiscal es igualmente débil y debería servir de sustento, más bien, a propuestas de cambio en los mecanismos de presupuestación.

Así las cosas, la defensa de la posición oficial no puede sustentarse en las dimensiones reducidas de la posible refinanciación, en la naturaleza de los nuevos proyectos de inversión o en el cambio en el tipo de prestatarios. Por los mismos motivos, tampoco son sólidas aquellas críticas que tienen que ver con la naturaleza de los proyectos o prestatarios o con las imperfecciones en los mecanismos presupuestales. La discusión debe centrarse, así, en los dos elementos que, a nuestro juicio, constituyen los ejes del problema : la relación entre el crecimiento económico y la estrategia de financiamiento y la evaluación de las tendencias del mercado internacional de capitales. Al análisis de estos problemas se dedican las dos secciones siguientes de este trabajo.

II. EL CRECIMIENTO ECONOMICO Y LA ESTRATEGIA DE FINANCIAMIENTO

Sin duda, 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 económico que, según vimos en una sección anterior, son bajos para los patrones del país, e insuficientes para cerrar la brecha entre el PIB actual y el potencial y para corregir rápidamente los desequilibrios del mercado de trabajo. Más aún, de acuerdo con las proyecciones gubernamentales, estos ritmos de crecimiento permitirán reducir los niveles relativos de endeudamiento del país y transferir recursos financieros al resto del mundo por cerca de US\$900 millones anuales en el resto de la década, equivalentes al 15% de las exportaciones de bienes y oro no monetario ^{22/}. Esto indica, por supuesto, que existe un margen de maniobra importante. Los críticos del programa financiero del gobierno aducen, por lo tanto, con buenas razones, que dicho margen debe utilizarse para acelerar el crecimiento y reducir el desempleo y el subempleo en el país y no para disminuir los niveles de endeudamiento, que pueden considerarse prudentes.

^{22/} Estos cálculos se basan en República de Colombia, op.cit., Cuadro 2. La "transferencia de recursos" se estima como el débito de servicios financieros menos los flujos netos de capital esperados en el período 1987-1990.

En esta sección del trabajo queremos analizar si existe un margen de este tipo y en qué medida la estrategia de financiamiento puede ser una pieza básica en una política de aceleración del crecimiento económico. Para tal propósito se discuten esencialmente dos escenarios de crecimiento : uno, en el cual el ritmo de expansión de la actividad económica es del 4% anual y otro en el cual esta tasa se eleva al 6.5% anual, que corresponde a la tasa de crecimiento que registró el país durante el período de auge sin restricción externa comprendido entre 1967 y 1974. Estos escenarios se combinan con dos estrategias de financiamiento : una de acceso a los mercados de crédito en los términos que supone el gobierno y otra de refinanciación, que permite al país aplazar las amortizaciones y una parte o la totalidad de los intereses pagados a la banca comercial.

La combinación de un crecimiento económico del 4% con la alternativa de no refinanciar la deuda corresponde, en esencia, a la estrategia del gobierno. Sin embargo, en los análisis que siguen no se adoptan estrictamente las proyecciones de balanza de pagos utilizadas por el gobierno ya que, en varios aspectos, tales proyecciones se basan en supuestos excesivamente optimistas ^{23/}. En primer término, el gobierno supone que las

^{23/} Por lo demás, tampoco se utilizan estrictamente las cifras contenidas en el documento de programación financiera, sino proyecciones más recientes y con un horizonte un poco más amplio facilitadas por la Dirección de Crédito Público del Ministerio de

exportaciones menores crecerán a una tasa anual constante del 12.5% hasta 1992 . Si bien esta tasa puede ser sostenible durante los primeros años de la proyección, debido a los efectos rezagados de los aumentos recientes del tipo de cambio real y a la reciente recuperación de algunos mercados de la región, no resulta igualmente factible en años más remotos. Por consiguiente, se supuso que la tasa de crecimiento de las ventas de productos menores aumentarán a una tasa gradualmente descendente desde el 12.5% en 1987 y 1988 hasta el 9.0% en 1992. Aún así, esta última tasa es casi dos puntos superior a la que resultaría simplemente de combinar la inflación y el crecimiento mundiales del 4% y el 3%, respectivamente, que supone el gobierno.

Las proyecciones oficiales consideran una tasa de crecimiento de las compras externas de bienes diferentes de hidrocarburos que es compatible con elasticidades unitarias para los diferentes tipos de bienes. Este supuesto es consistente con diversas estimaciones econométricas y puede considerarse adecuado ^{24/}. En consecuencia, en nuestros ejercicios se utiliza

Hacienda.

^{24/} Véase, en particular, Leonardo Villar, "Determinantes de las importaciones en Colombia : Un análisis econométrico", Ensayos sobre política económica, No. 8, Diciembre de 1985. Eduardo Sarmiento, Hacia un modelo..., op.cit., Cap. X llega a conclusiones similares a la de esta sección del trabajo en relación con los déficit en cuenta corriente previsibles hasta 1990, pero supone una elasticidad importaciones-PIB de 1.5, que no tiene apoyo en los estudios econométricos

también como base para calcular las importaciones adicionales que se requerirían para permitir un crecimiento económico más elevado que el supuesto por el gobierno. Las proyecciones oficiales sobre importaciones de servicios no financieros son, en cambio, más difíciles de justificar. La tasa promedio de crecimiento nominal para las importaciones de estos servicios (excluyendo los del sector petróleo) es tan solo de 5.3%. Con la misma inflación mundial del 4%, esta tasa implica una elasticidad con respecto al producto de sólo 0.3, que resulta imposible de justificar con base en la experiencia histórica o las pocas estimaciones econométricas disponibles ^{25/}. En estos ejercicios se adopta el supuesto de elasticidad unitaria frente al PIB real, pero se supone que los precios relativos de los servicios en los mercados internacionales tendrán un abaratamiento del 1% por año como resultado de las políticas de liberalización del comercio de servicios y de avances tecnológicos en los países desarrollados.

El tercer y último campo en que las proyecciones oficiales carecen de fundamento adecuado es el referente a la inversión extranjera directa. Los US\$400 millones anuales que se suponen

existentes en el país.

^{25/} Patricia Correa ("Determinantes de la cuenta de servicios de la balanza cambiaria", Ensayos sobre política económica, No. 6, Diciembre de 1984) encontró, analizando los registros de la balanza cambiaria, que muchas de las importaciones de servicios no financieros son elásticas al ingreso en Colombia.

como entradas promedias en los próximos años no corresponden a las tendencias pasadas del país ni al comportamiento actual de este tipo de recursos en los países del área. En particular, cabe recordar que los ingresos promedios de balanza de pagos por concepto de inversión extranjera en la década del setenta fueron de sólo US\$41 millones. Este promedio se elevó a US\$531 millones entre 1981 y 1985, pero tal cosa se debió casi totalmente a las grandes inversiones destinadas a los sectores mineros. Como es difícil esperar que se realicen proyectos de magnitudes semejantes en los próximos años, se optó por suponer que la inversión extranjera produciría US\$200 millones anuales desde 1988.

Puesto que esta serie de cambios tienen un efecto negativo sobre las proyecciones de balanza de pagos, en la alternativa de no refinanciación se supuso que los recursos adicionales para cubrir estos faltantes provendrían de todas las fuentes de crédito en forma proporcional a los desembolsos proyectados por el gobierno para el periodo 1987-1990. Este mismo supuesto se utilizó en la alternativa de crecimiento más acelerado sin renegociación de la deuda. Finalmente, se supuso que el costo ponderado de estos recursos adicionales sería equivalente al LIBOR mas un punto por concepto de márgenes y comisiones, que el periodo de gracia sería de cuatro años y el plazo total de nueve años, todo esto de acuerdo con las condiciones ofrecidas al país en las negociaciones recientes.

En el Cuadro No.3 se presentan los principales indicadores de balanza de pagos y endeudamiento resultantes de estas proyecciones con la alternativa de no refinanciar la deuda. Con la tasa de crecimiento del 4% supuesta por el gobierno, el balance en cuenta corriente registraría déficit anuales rápidamente crecientes a partir de 1989, hasta superar los US\$1.600 millones en 1992, distanciándose así en forma gradual, pero pronunciada, de las proyecciones oficiales, según las cuales el déficit sólo llegaría a US\$920 millones este último año. Como además los recursos de inversión directa serían menores que los supuestos por el gobierno, la deuda neta se elevaría en promedio unos US\$520 millones más por año que en las proyecciones oficiales, llegando a un total de US\$16.500 millones en 1992. Sin embargo, el indicador de deuda neta a exportaciones permanecería en forma relativamente estable en niveles próximos a 2, aunque con tendencia creciente desde 1989, y el coeficiente de servicio total de la deuda en relación con exportaciones fluctuaría en torno al 65%, que es muy semejante al actual. De esta manera, la tasa de crecimiento del 4% sería consistente con una relativa estabilización de la situación actual de los indicadores de endeudamiento del país.

La alternativa de crecer en forma continua a una tasa del 6.5% rompería, por supuesto, con esta estabilidad, ya que las mayores demandas de importaciones de bienes y servicios de todo

tipo elevarían el déficit en cuenta corriente a un promedio anual del orden de los US\$1.850 millones, es decir unos US\$670 millones en promedio por encima de la alternativa de crecimiento reducido. Además, los desequilibrios crecerían en forma muy acelerada, tornándose explosivos hacia los primeros años de la década del noventa. El coeficiente de endeudamiento neto registraría en esta alternativa una tendencia creciente a partir de 1990 y superaría al año siguiente sus niveles actuales. El coeficiente de servicio de la deuda permanecería en niveles semejantes a los actuales hasta 1992, pero se dispararía en ese año, al iniciarse las amortizaciones de las deudas adicionales que empiecen a contrastarse en 1988. Este ejercicio muestra así que el país no podría crecer en forma continua a tasas del 6.5% sin un deterioro de sus indicadores de la deuda. Dadas las condiciones y perspectivas actuales, se podría a los sumo crecer en forma relativamente acelerada unos dos o tres años, antes de enfrentar restricciones resultantes de su nivel de endeudamiento.

En el Cuadro No 4 se explora el efecto que tendrían sobre la relación deuda neta/exportaciones distintas alternativas de crecimiento económico, en adición a las dos opciones básicas ya consideradas. Los resultados muestran que prácticamente a cualquier tasa de crecimiento es posible mejorar la situación de endeudamiento hasta 1990. Sin embargo, a partir de ese año, el desempeño depende crucialmente del ritmo de crecimiento. La total estabilidad del indicador analizado se conseguiría con una tasa

de crecimiento interno entre el 3 y el 3.5% anual. Si esta es la misma tasa que se mantiene desde 1988, la relación deuda neta/exportaciones se estabilizaría al nivel de 2, que es el máximo crítico que puede considerarse aceptable. De esta manera se deduce que el 3 ó 3.5% sería la tasa máxima de crecimiento sostenible a partir de 1988 para reducir y mantener posteriormente los indicadores de la deuda a un nivel aceptable.

Dados estos resultados, cabría preguntarse qué posibilidades hay de buscar fuentes alternativas de recursos de capital de balanza de pagos que no impliquen mayor endeudamiento de carácter financiero. Al respecto, en el trabajo de Balassa y sus colaboradores se sugieren una serie de políticas que apuntan a reducir las necesidades de financiamiento de los países, con miras a que puedan restablecer su crecimiento económico dentro de las reglas de comportamiento del mercado financiero internacional ^{26/}. Las principales recomendaciones pueden sintetizarse así:

^{26/} Los autores del trabajo no consideran que sea viable ni conveniente para los países deudores la alternativa de limitar unilateralmente el servicio de la deuda a un porcentaje de las exportaciones, como lo ha hecho Perú. Según ellos, esta práctica pone en tela de juicio la solvencia del deudor, impidiendo su retorno al mercado financiero por mucho tiempo o, alternativamente, elevando en forma explosiva el volumen de su deuda al acumularse los intereses y las amortizaciones. Los autores tampoco consideran viable la posibilidad de conseguir fondos adicionales en los mercados financieros mediante la capitalización de los pagos de intereses, ya que ello resulta mucho más costoso para los bancos estadounidenses que la irrigación de nuevos préstamos.

27/

1. Como objetivo general para todos los casos, retornar al mercado financiero internacional en condiciones comerciales.

2. Alentar la inversión extranjera como alternativa de financiamiento. En esta materia, se proponen como medidas específicas de política "la liberalización de las normas relativas a la propiedad, la eliminación de limitaciones a la repatriación de dividendos y del capital invertido, la aceptación del arbitraje internacional y la simplificación de los trámites administrativos". Además, se recomienda "la liberación de las regulaciones existentes sobre la compra de acciones por inversionistas extranjeros", con el objeto de estimular la inversión extranjera de carácter financiero.

3. Detener la fuga de divisas y crear incentivos para la repatriación de capitales. De acuerdo con el estudio, la fuga de capitales es promovida por los tipos de cambio sobrevalorados, las bajas tasas de interés domésticas, los altos niveles tributarios sobre el capital o la renta y la incertidumbre sobre las políticas relativas a estas mismas variables. Aparte de eliminar estos alicientes para detener la fuga, el estudio recomienda que se incentive la repatriación de capitales mediante

27/ Balassa et.al, op.cit, Cap. 3 (pp. 126-132) y Cap. 5 (pp. 197-207).

la eliminación de la doble tributación, el establecimiento de tasas tributarias ajustables con la inflación y el otorgamiento de amnistías tributarias.

4. Promover la transformación de la deuda en capital social mediante el otorgamiento a los extranjeros de las facilidades que se dan a los residentes del país y, en general, aprovechar las técnicas innovadoras que han surgido en los mercados mundiales de capital en los últimos años y que permiten a los países deudores mejorar la administración de su deuda externa.

Sin embargo, de esta serie de recomendaciones muy poco es aplicable a Colombia. En primer término, el país ha respetado rigurosamente las reglas de comportamiento del mercado financiero internacional y se encuentra buscando recursos de carácter voluntario en la actualidad. De hecho, Colombia es el único cliente latinoamericano de alguna importancia para la banca internacional que no ha acudido a la reprogramación de sus deudas desde iniciada la crisis en 1982. Es interesante señalar, además, que a pesar de este comportamiento, el país no ha recibido tratamiento preferencial frente a los demás países del área. Como ya vimos, los términos financieros otorgados a los créditos obtenidos de la banca comercial han sido más gravosos que los logrados por otros países durante las renegociaciones. De acuerdo con los bancos, esto se debe a que en el caso colombiano es

necesario cobrar el precio del mercado para inducir la participación voluntaria de los bancos en los empréstitos sindicados. Por consiguiente, carece de fundamento la afirmación de Balassa y colaboradores según la cual "los programas de ajuste efectivo seguidos por los países deudores deberían permitir a los bancos comerciales reducir su margen sobre LIBOR" Las reducciones otorgadas a algunos países no guardan relación con su esfuerzo de ajuste sino, ante todo, con su capacidad de negociación, que los países grandes, como México y Brasil, han fortalecido acudiendo a la práctica de las renegociaciones.

En materia de políticas relacionadas con la inversión extranjera, el país ha modificado y simplificado su legislación, ha eliminado gran parte de las restricciones existentes y aceptado el arbitramento internacional como miembro del Organismo Multilateral de Garantía de Inversiones. No obstante, las medidas de liberación recomendadas por el estudio, y en gran medida adoptadas ya en Colombia, no aseguran una expansión importante de los flujos de inversión extranjera, porque éstos se mueven básicamente en busca de recursos naturales no renovables o de mercados en expansión. Aunque el país podrá continuar recibiendo algunos recursos para las actividades mineras, es improbable que logre estimular inversiones importantes con destino a otros sectores, cuando sus perspectivas de crecimiento, de acuerdo con las proyecciones oficiales, son apenas moderadas. Algunos analistas consideran que el atractivo

del país a la inversión extranjera podría ser el bajo costo y alta disponibilidad de su mano de obra, que podrían servir a las empresas transnacionales para producir en Colombia con destino a los mercados internacionales ^{28/}. Sin embargo, los costos salariales son un elemento cada vez menos importante en las decisiones de localización de las firmas. Mucho más determinantes son las consideraciones sobre presencia en el mercado de destino, facilidad de transporte y servicio para las mercancías producidas y acceso a servicios complementarios de alta tecnología ^{29/}.

En relación con la fuga de capitales, el país ha eliminado todos y cada uno de los que podrían ser sus incentivos según el estudio de Balassa et.al. y ha adoptado todas las medidas tributarias recomendadas para estimular la repatriación de capitales. Es posible que ello haya contribuido al fortalecimiento de los ingresos cambiarios por concepto de servicios no financieros, a través de los cuales se filtran las operaciones que escapan al control de cambios. Sin embargo, como es bien sabido, los verdaderos determinantes de estas operaciones están totalmente al margen de la política económica.

^{28/} Véase, por ejemplo, Jaime Carvajal "El desarrollo industrial como propósito nacional", Debates de Coyuntura Económica, No. 7, septiembre de 1987.

^{29/} Una buena ilustración de estas tendencias se encuentra en el artículo de Der Spiegel reproducido en Summa, septiembre 18-octubre 17 de 1987, bajo el título de "Alemania Occidental expande sus fronteras".

Finalmente, en lo tocante a las nuevas posibilidades de los mercados financieros internacionales, las autoridades económicas nacionales ya han acudido con éxito a la colocación de bonos en el exterior y han sido receptivas a la posibilidad de que se efectúen conversiones de deuda por capital. Sin embargo, ni una ni otra alternativa ofrecen perspectivas muy promisorias para el país, según veremos en la última sección de este trabajo.

En vista de estas conclusiones, y en contra de la primera y más importante de las recomendaciones de Balassa, podría pensarse entonces que la refinanciación de la deuda constituye una alternativa atrayente para el país, al liberar recursos que podrían dedicarse a acelerar el crecimiento, los cuales no sería posible conseguir de otra forma. Las simulaciones siguientes buscan analizar esta posibilidad. Para el efecto, aparte de los supuestos ya discutidos arriba, se construyó una situación hipotética de refinanciamiento a partir de las experiencias de los demás países latinoamericanos en las rondas recientes de renegociaciones. Se supuso, en primer lugar, que el país consigue una reprogramación multianual para las amortizaciones pendientes del sector público con la banca comercial entre 1988 y 1991, pero no para los recursos prestados por otras fuentes multilaterales o bilaterales ni para los créditos del sector privado con la banca comercial, que en gran medida ya fueron reestructurados a través

del mecanismo de la Resolución 33 de 1984. En relación con el posible refinanciamiento de intereses, se adoptaron dos supuestos alternativos : uno, de refinanciación del 50% de los intereses adeudados a la banca comercial por el sector público entre 1988 y 1991, y otro, de refinanciación total de esos mismos intereses. Las condiciones de la reprogramación se supusieron en cuatro años de gracia y 14 de plazo total, con amortizaciones distribuidas en forma homogénea a partir de 1992. Los intereses y demás costos serían iguales a los ya contratados considerando que las posibles reducciones en los márgenes quedarían compensadas con sobrecostos por comisiones y por un eventual encarecimiento de las demás fuentes de crédito, especialmente el comercial. Finalmente, en relación con los recursos de crédito provenientes de la banca multilateral y bilateral se supuso que no se alterarían con respecto a los escenarios anteriores, es decir que los desembolsos netos de amortizaciones con estas mismas fuentes serían de US\$2.000 millones en todo el período en el caso de 4% de crecimiento, o de US\$3.100 millones aproximadamente en el caso del 6.5% de crecimiento. En síntesis, puede decirse que se adoptaron supuestos francamente optimistas sobre las posibilidades de la renegociación para el caso colombiano, al considerar que se conseguirían términos muy favorables y que, además, no se sufriría recorte alguno de otras fuentes de recursos ^{30/}.

^{30/} Los trabajos de Javier Fernández citados en la Nota 19 indican que este último supuesto puede ser incluso poco realista.

Los resultados básicos de estos ejercicios hipotéticos de reprogramación de la deuda se encuentra en el Cuadro No. 5. Dados los supuestos utilizados, no es sorprendente que el coeficiente de endeudamiento neto cambie muy poco en relación con las simulaciones correspondientes sin reprogramación y que disminuyan los porcentajes de las exportaciones que deben destinarse al servicio de la deuda. Las diferencias importantes con el caso en el cual no se refinancia la deuda tienen que ver más bien con la situación de la balanza de capitales y con la disponibilidad resultante de reservas internacionales. Al respecto, cabe mencionar que en el ejercicio anterior se suponía que los déficit de cuenta corriente eran financiados completamente, sin dar lugar a variaciones de reservas. En el escenario de refinanciación de la deuda no es posible mantener este supuesto, ya que el acceso a los recursos queda limitado a las fuentes multilaterales y bilaterales y al componente de financiamiento adicional que logre conseguir el país a cuenta de sus pagos de intereses a la banca comercial.

Con la alternativa de refinanciación de la mitad de los intereses adeudados a la banca comercial y una tasa de crecimiento económico del 4%, los déficit de cuenta corriente lograrían financiarse en buena parte hasta 1991. De esta manera, la caída de reservas acumulada hasta fines de este año sería de sólo US\$850 millones, que podría sostenerse sin llegar a una

crisis cambiaria. Sin embargo, al año siguiente, al reiniciarse las amortizaciones con la banca comercial, las reservas descenderían adicionalmente en un monto semejante, y el país se vería necesariamente abocado muy poco después a una crisis de pagos o a una nueva reprogramación. Así las cosas, se entraría en el ciclo ya conocido de reprogramaciones sucesivas en que se encuentran prácticamente todos los países latinoamericanos desde 1982.

Si se quisiera acelerar el crecimiento al 6.5%, las condiciones externas se deteriorarían mucho más rápidamente. Las reservas internacionales descenderían de manera acelerada, llegando a un nivel insostenible en 1991 y, por consiguiente, adelantando la necesidad de reprogramar la deuda.

En el mismo Cuadro No.5 puede verse que, con cualquiera de las dos tasas de crecimiento, los resultados sólo son un poco mejores con el supuesto muy optimista de que se lograra refinanciar la totalidad de los intereses adeudados por el sector público a la banca comercial. En efecto, hasta el año 1991 se tendrían disminuciones moderadas de reservas, pero en 1992 serían de una magnitud semejante al caso anterior. La pequeña ganancia neta obtenida así en la posición de reservas permitiría aplazar sólo temporalmente la crisis cambiaria y la nueva refinanciación. A través de otras simulaciones adicionales,

cuyos resultados no se presentan en forma detallada, pudo comprobarse que para mantener inalterado el saldo actual de reservas internacionales hasta 1992, aún con una refinanciación total de intereses, sería necesario reducir el ritmo de crecimiento al 2.5% anual promedio desde 1987. Ello no impediría, sin embargo, que la caída de reservas se presentara al año

siguiente y muy seguramente de ahí en adelante, debido a la acumulación de las amortizaciones.

De este conjunto de ejercicios pueden extraerse así algunas conclusiones de gran importancia para fines de política económica. En primera instancia, es claro que las metas de obtención de recursos externos fijadas por el gobierno para el período 1987-1990 son excesivamente moderadas, aún bajo el supuesto de crecimiento del 4%. Esto se debe a que el gobierno ha basado sus proyecciones de balanza de pagos en supuestos muy optimistas sobre la evolución futura de las exportaciones menores, las compras externas de servicios y las entradas de capital por concepto de inversión extranjera. Si además se tienen en cuenta los rezagos que suelen mediar entre las contrataciones y los desembolsos, resulta evidente que las solicitudes de crédito del gobierno son modestas, cosa que no se compadece con sus argumentos sobre la confianza financiera de que supuestamente goza el país. No obstante, estos ejercicios también muestran que, incluso si se tuviera acceso actualmente a

los mercados internacionales de crédito, ello no bastaría para poder acelerar el crecimiento económico por encima del mencionado 4%. En efecto, de acuerdo con nuestras proyecciones, en las condiciones actuales del sector externo, se requeriría limitar al 3 ó al 3.5% la tasa media de crecimiento futura para reducir y mantener los indicadores de endeudamiento a un nivel sostenible en el largo plazo. Infortunadamente, las recomendaciones de Balassa y sus colaboradores para remover este obstáculo mediante la aplicación de otras políticas dirigidas a fortalecer la balanza de capitales no resultan prometedoras para el caso colombiano, aparte de que, en gran medida, ya han sido adoptadas.

Sin embargo, en contra de lo que han sugerido diversos analistas, la alternativa de reprogramar la deuda no solucionaría tampoco la falta de divisas para acelerar el crecimiento. Aun si se adoptan supuestos verdaderamente optimistas sobre las condiciones de una eventual reprogramación, puede advertirse que el país estaría abocado a una crisis de pagos o a una nueva reprogramación a más tardar en los primeros años de la próxima década. Esto sería así incluso en el caso de que lograra refinanciarse la totalidad de los pagos de intereses con la banca comercial hasta 1991 y, además, siguieran recibiendo los mismos recursos de las fuentes multilaterales y bilaterales que en el escenario sin refinanciación. Una reducción severa del ritmo de crecimiento económico, al 2.5% anual, permitiría mantener el nivel de reservas hasta 1992, pero

tampoco impediría necesariamente que la crisis se presentara unos pocos años más tarde.

Este análisis lleva así a concluir que la situación actual de la deuda externa del país es un limitante para el crecimiento económico, que tendería a agravarse seriamente en el caso de una reprogramación. Así las cosas, no existe otra alternativa para mantener ritmos de crecimiento económico aceptables que redoblar los esfuerzos en materia comercial. Esto no implica, por supuesto, que deba descuidarse la política de contrataciones de crédito externo sino, simplemente, que no debe sobreestimarse su importancia para restablecer el crecimiento económico de manera permanente. Para lograr este último objetivo, el país debe adoptar desde ya políticas tendientes a ampliar su oferta exportable, fortalecer los sectores sustitutivos de importaciones y aumentar en el mediano plazo su competitividad internacional. Puesto que las perspectivas de los indicadores de la deuda hasta 1990, aproximadamente, son favorables, las autoridades económicas están en una situación excepcional para adoptar dichas políticas, con miras a cosechar sus frutos a partir de entonces, sin sacrificar el crecimiento económico. Puesto que este tipo de políticas sólo son eficaces después de un período largo de maduración de los mecanismos y proyectos de nueva exportación o sustitución, sería muy perjudicial retrasar su adopción, ya que en tal caso el país se vería necesariamente abocado dentro de unos años a limitar severamente su crecimiento, como única opción

para estabilizar su balanza de pagos.

II. LA EVOLUCION DEL MERCADO FINANCIERO INTERNACIONAL

Las conclusiones anteriores quedan reforzadas, además, por el hecho de que el contexto externo no parece especialmente favorable a las expectativas del gobierno colombiano en materia de consecución de recursos externos. En efecto, el mercado financiero internacional se caracteriza hoy en día por un endurecimiento creciente de la banca hacia América Latina, por una "cartelización de hecho" de los acreedores en las negociaciones con los países deudores (para utilizar el término sugerido por Carlos Díaz-Alejandro) ^{31/}, por la condicionalidad estricta con la cual proporcionan sus recursos y por el aislamiento del Tercer Mundo de las innovaciones recientes que caracterizan dicho mercado ^{32/}.

Sobre el primero de estos temas, conviene anotar que los

^{31/} Carlos 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.

^{32/} La discusión que sigue se basa en tres documentos recientes : John Williamson, "Recent developments in the international capital market", Trabajo presentado 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 13-17 de 1987; Morgan Guaranty Trust Company of New York, World Financial Markets, Junio-Julio de 1987; y Cabrera, "El financiamiento externo" op.cit.

recursos que ha recibido América Latina de la banca comercial han disminuido en forma constante desde 1982. En efecto, de acuerdo con las cifras del Banco de Pagos Internacionales, los préstamos de la banca comercial a América Latina se redujeron de US\$27.000 millones anuales en 1979-81 a US\$12.000 en 1982, 8.300 en 1983, 5.300 en 1984, 1.700 en 1985 y se contrajeron en US\$1.600 millones en 1986. Además, como es ampliamente conocido, la mayoría de los créditos concedidos durante la crisis reciente fueron de carácter involuntario. En términos netos (es decir, descontando los depósitos de América Latina en los bancos internacionales), la contribución de la banca comercial ha sido ligeramente negativa desde 1983. La reciente decisión de los grandes bancos norteamericanos de hacer provisiones para la deuda latinoamericana refleja, a su vez, la decisión de una clara intención de reducir aún más sus compromisos futuros. Además, simplemente reproduce en el contexto norteamericano decisiones que la mayoría de los bancos europeos (diferentes a los británicos) habían hecho con anterioridad y son el reflejo de la menor sensibilidad de los primeros a una posible moratoria total de América Latina en la actualidad. En efecto, de acuerdo con datos recientes del Morgan Guaranty Trust, la relación entre los préstamos otorgados a los 15 países del Plan Baker (10 de ellos latinoamericanos) y el capital de los bancos se ha disminuido sistemáticamente desde 1982 : de 197% a 122% para 9 grandes bancos norteamericanos y de 124 a 64% para 14 bancos regionales. Para fines de la década se espera, además, que estas proporciones

se reduzcan a un 70 y 40%, respectivamente.

La menor disponibilidad de recursos de la banca comercial no ha sido compensada por flujos crecientes de los organismos multilaterales y bilaterales. Por el contrario, los recursos provenientes de estas fuentes parecen haberse debilitado considerablemente en años recientes. Para América Latina como un todo, los recursos provenientes del Fondo Monetario Internacional alcanzaron US\$7.800 millones anuales entre 1982 y 1984, pero se redujeron a sólo US\$1.700 en 1985-1986. Al mismo tiempo, los recursos provenientes de agencias oficiales disminuyeron de US\$7.600 a US\$4.100 millones anuales entre ambos periodos. Para los 15 países del Plan Baker ha acontecido lo mismo : los recursos del FMI disminuyeron de US\$4.800 a 800 millones anuales entre 1983-1984 y 1985-1986, al tiempo que aquellos provenientes de agencias bilaterales se reducían de US\$5.200 a 2.100 millones; sólo los provenientes de las agencias multilaterales aumentaron ligeramente entre ambos periodos (de US\$3.800 a 4.000 millones). La renuencia de algunos de los países desarrollados, en especial de los Estados Unidos, a capitalizar las entidades multilaterales y los elementos estratégico-militares (cuyo campo de acción no cobija los países medianos y grandes de América Latina) que determinan gran parte de los flujos bilaterales ^{33/} han

^{33/} Véase, al respecto, John W. Mellor y William A. Masters, "The changing roles of multilateral and bilateral foreign assistance", Trabajo presentado en la Conferencia sobre Ayuda Externa, Flujos de Capital y Desarrollo organizada por el Banco Mundial y el Centro

determinado la escasez creciente de recursos de uno y otro tipo.

Como se sabe ampliamente, la disponibilidad de recursos adicionales por parte de organismos multilaterales y bilaterales y las refinanciaciones de la deuda comercial han estado sujetas, además, a procesos de negociación en los cuales la banca actúa en forma mancomunada frente a países deudores individuales, bajo el liderazgo del Fondo Monetario Internacional y en algunas ocasiones del Banco Mundial. Este tipo de negociaciones ha acarreado condicionalidades de tres tipos : de carácter macroeconómico, de acuerdo con los lineamientos del FMI, de carácter sectorial, especialmente en materia de políticas de comercio exterior, como consecuencia de los préstamos sectoriales y de ajuste estructural del Banco Mundial, y de carácter más específico en el caso de la banca comercial, incluyendo en este último caso la exigencia de que el sector público garantice las deudas privadas contratadas antes de la crisis.

Por último, la mayor parte de las innovaciones financieras características de la década del ochenta han beneficiado en forma muy reducida a los países latinoamericanos o los han pasado enteramente de lado. De hecho, la única innovación que ha tenido alguna importancia cuantitativa para nuestro continente han sido las operaciones de conversión de deuda por inversión. Aún así,

sus dimensiones han sido reducidas : US\$5.800 millones hasta mediados de 1987, que equivalen a un magro 2.4% de la deuda con los bancos comerciales de los 8 países latinoamericanos que han aceptado este tipo de transacciones. Además, existen serias dudas sobre la contribución de estas operaciones a la generación de recursos netos de divisas, ya que es posible que se financien parcial o totalmente con nuevas salidas de capital de los países deudores, incentivadas por las ganancias que implica el arbitraje correspondiente.

Conviene anotar que Colombia no ha sido una excepción a las tendencias anotadas. La contribución de la banca comercial a la generación de nuevos recursos de crédito ha sido insignificante a partir de 1982 y, más en particular, de 1983 : sólo US\$100 millones anuales, contra US\$1.200 millones entre 1978 y 1982 (véase el Cuadro No. 2). Como resultado de ello, la proporción de la deuda externa colombiana proveniente de entidades comerciales, que se había elevado del 42% en 1978 al 65% en 1982 se redujo al 51% en 1986. Como la afluencia de recursos de esta fuente se espera que sea ligeramente negativa en los próximos años, esta participación se reducirá al 45% en 1990.

La cartelización de la banca y la condicionalidad creciente de los créditos no han estado tampoco ausentes en Colombia. Los condicionamientos impuestos en el programa de monitoría con el

Fondo Monetario Internacional en 1985, la liberación del régimen de comercio exterior acordado con el Banco Mundial en el mismo año y las condiciones más específicas negociadas con los bancos comerciales, que incluyen el reconocimiento parcial de deudas de las sucursales de la banca colombiana en Panamá, y la adopción de medidas de política favorables a algunas empresas privadas altamente endeudadas, demuestran ampliamente este punto de vista. Más aún, pese al reconocimiento favorable a los esfuerzos de ajuste macroeconómico en los últimos años, los bancos han insistido en las negociaciones recientes en el establecimiento de un sistema de vigilancia ("enhanced surveillance") de parte del Fondo y han condicionado el otorgamiento del nuevo crédito a la concesión simultánea de un empréstito del Banco Mundial. Naturalmente, este es un expediente para asegurar que continúen tomándose medidas de ajuste macroeconómico y sectorial. De esta manera, en las condiciones actuales de funcionamiento del mercado de capital no hay ya fuente alguna de crédito que no sea condicionada. En sentido estricto, sencillamente no existe un mercado "voluntario" de crédito para los países latinoamericanos, no importa cuál haya sido su comportamiento pasado ni sus perspectivas futuras. Esto refuta la apreciación simplista de Balassa y colaboradores de acuerdo con la cual el cumplimiento de las normas con la banca internacional es una garantía de acceso al mercado "voluntario" de crédito.

Conviene anotar, además, que la principal innovación

financiera que ha tenido impacto en América Latina, la conversión de deuda por inversión, tiene un impacto potencial muy reducido en Colombia, dada la alta valoración de los papeles representativos de la deuda colombiana y su escasa disponibilidad para este tipo de operaciones. El país ha tenido, sin embargo, un acceso reducido al mercado internacional de bonos. Aún así, los montos con los cuales ha contado y podrá contar el país a través de este mecanismo son reducidos.

¿Significa ésto acaso que la estrategia gubernamental no tiene fundamento y que el país debe optar, como el resto de América Latina, por la refinanciación de la deuda? A nuestro juicio, la respuesta a esta pregunta es negativa, por tres razones diferentes. En primer término porque, según vimos en la sección anterior, la estrategia de la refinanciación no es claramente superior desde el punto de vista del crecimiento económico. En segundo lugar, porque la posibilidad de retorno a un mercado voluntario no parece totalmente descartable en el caso colombiano, dado el comportamiento normal que aún mantiene la banca internacional hacia algunos países del Tercer Mundo e incluso el retorno de los países de Europa oriental a condiciones relativamente normales en años recientes. Nótese, sin embargo, que se trata simplemente de una expectativa que está sujeta, por ello, a un alto grado de incertidumbre. Finalmente, y quizás más importante, porque existe una diferencia significativa entre Colombia y el resto de países de la región : su acceso creciente a partir de la crisis mexicana a recursos de mediano y largo

plazo distintos a aquellos que provienen de la banca comercial. En efecto, según se desprende del análisis del Cuadro No. 2, la disponibilidad de este tipo de recursos aumentó en Colombia después de 1982, tanto en términos absolutos como relativos. De hecho, estos recursos pasaron de representar menos de la cuarta parte del endeudamiento neto adicional del país entre 1978 y 1982 a más de cuatro quintas partes entre 1982 y 1986. De acuerdo con el análisis de Javier Fernández presentado en la Sección I.A de este trabajo, uno de los argumentos más sólidos en favor de la estrategia oficial de financiamiento externo es precisamente el acceso a este tipo de recursos, aún en ausencia de nuevo endeudamiento neto con la banca comercial.

No obstante, según se desprende del análisis precedente, la posición del gobierno es mucho menos sólida de lo que presumen los documentos oficiales y los defensores de la estrategia oficial. Por este motivo, no sólo es conveniente hacer una monitoría estrecha de los desarrollos del mercado internacional de capitales, para corregir el rumbo adoptado con rapidez en caso necesario, sino también introducir cambios importantes en la estrategia actual. El primero debe ser un mecanismo similar a la Resolución 33 de la Junta Monetaria para algunas entidades públicas subnacionales. El segundo es aumentar la demanda de recursos, no sólo de la banca multilateral y bilateral, sino también de la banca comercial, con el propósito de subsanar ciertos errores en las proyecciones oficiales, cubrirse contra

cambios imprevistos en el mercado internacional y, ante todo, facilitar un mayor ritmo de crecimiento económico. El tercero es asumir una actitud más firme en materia de condicionalidad en la contratación de créditos externos. La ausencia de posiciones claras y enfáticas en materias que son objeto repetido de presión por parte de los organismos multilaterales (liberación comercial y del mercado de trabajo, por ejemplo) o de la banca comercial (apertura indiscriminada a la inversión extranjera en el sector financiero) son en este aspecto debilidades demasiado evidentes de la política gubernamental. En materia de política de importaciones, que ha sido uno de los focos de condicionalidad de los últimos años, las distorsiones generadas por la política de liberación se han hecho evidentes a lo largo de 1987 ^{34/}. En este contexto, los coqueteos con la posición liberacionista del Banco Mundial en el documento de programación financiera presentado a la banca internacional, las afirmaciones imprecisas e incluso contradictorias del Plan de Desarrollo y del INCOMEX ^{35/} son ciertamente preocupantes. Uno de los pocos documentos oficiales claros y constructivos en materia de política de compras externas son las "Notas Editoriales" de la Revista del Banco de la República de abril de 1987. Curiosamente este documento proviene de una entidad oficial que no tiene a su cargo la política de

^{34/} Véase al respecto el capítulo sobre el sector externo de Cóyuntura Económica, Septiembre de 1987.

^{35/} Departamento Nacional de Planeación, op.cit., pp. 282-288, e INCOMEX, "Lineamientos de la política de comercio exterior", Mimeo, Julio de 1987.

importaciones.

CUADRO No.1

NECESIDADES Y FUENTES DE FINANCIAMIENTO EXTERNO, 1987-90 VS. 1981-84
(Millones de dolares anuales)

	1981-84	1987-90
A. Comercio y servicios		
Exportaciones a/	3.362	6.053
Importaciones	4.645	4.506
Balance comercial	-1.283	1.546
Servicios no financieros y transferencias (neto)	- 406	- 874
Servicios financieros (neto)	- 682	-1.449
B. Necesidades de financiamiento		
Deficit en cuenta corriente	2.371	778
Amortizaciones de deuda publica de mediano y largo plazo	395	1.510
Banca multilateral	142	393
Banca bilateral	75	196
Bancos comerciales	115	800
Proveedores y bonos	63	121
Total necesidades de financiamiento	2.766	2.288
C. Fuentes de Financiamiento		
Inversion directa	410	383
Otros flujos privados(neto)	107	- 60
Sector publico(mediano y largo plazo)	1.424	2.036
Banca multilateral	442	754
Banca bilateral	220	310
Bancos comerciales	629	799
Proveedores y bonos	135	174
Creditos de corto plazo para el sector publico	119	- 21
Total fuentes de financiamiento	2.060	2.338

a/ Bienes y oro no monetario

FUENTE : Republica de Colombia, Programacion Financiera 1987-1990, Bogota, Mayo de 1987, Cuadros 2 y 10.

CUADRO No. 2

CRECIMIENTO DE ALGUNOS GRANDES SUB-AGREGADOS DE LA DEUDA EXTERNA COLOMBIANA
(Millones de dolares y tasas de crecimiento anual)

	Resto de la deuda externa				Deuda externa total
	Deuda publica de mediano y largo plazo, excluyendo deuda con bancos comerciales	Excluyendo deuda publica de corto plazo	Incluyendo deuda publica de corto plazo	Deuda con la banca comercial	
A. Saldos (Millones de dolares)					
1978	2.373	1.687	4.072	3.950	4.218 a/
1980	2.733	3.724	6.862	6.661	6.805
1982	3.407		7.642	7.418	10.269
1984	4.623		8.100	7.673	12.265
1986	6.889		8.025		14.989
1990	8.969				16.994
B. Tasas de Crecimiento		48.6%	29.8%	29.9%	27.0% a/
1978-80	7.3%		5.5	5.5	22.8
1980-82	11.7		3.0	1.7	9.3
1982-84	16.5		-0.2		10.5
1984-86	22.1				3.2
1986-90	6.8				

a/ Supone un crecimiento de la deuda publica de corto plazo igual al del "resto" de la deuda externa.

FUENTES : Republica de Colombia, op. cit., y Banco de la Republica.

CUADRO No. 3

INDICADORES DE BALANZA DE PAGOS Y ENDEUDAMIENTO EXTERNO
PROYECTADOS CON EL SUPUESTO DE ACCESO A LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

	Balanza Comercial	Cuenta Corriente	Deuda Neta	Servicio Deuda/ex- portaciones (%)	Deuda neta/ exportaciones (veces)	Financiamiento neto/intereses de la deuda (veces)
	(Millones de dolares corrientes)					
A. Con crecimiento del 4% anual del PIB desde 1988						
1987	1308	- 542	11530	65.2	2.21	6.07
1988	1318	-1015	12400	68.9	2.20	5.57
1989	1911	- 838	13038	65.5	1.98	5.51
1990	1805	-1112	13950	64.9	2.02	5.61
1991	1782	-1313	15062	60.3	2.04	5.73
1992	1682	-1631	16494	66.9	2.10	5.88
B. Con crecimiento del 6.5% anual del PIB desde 1988						
1987	1308	- 542	11530	65.2	2.21	6.07
1988	1218	-1170	12555	69.2	2.23	5.60
1989	1692	-1193	13548	66.3	2.06	5.60
1990	1447	-1721	15069	66.5	2.18	5.81
1991	1259	-2240	17109	63.0	2.32	6.04
1992	967	-2950	19859	71.0	2.53	6.34

CUADRO No. 4

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

INDICADORES DE BALANZA DE PAGOS Y ENDEUDAMIENTO EXTERNO PROYECTADOS CON
EL SUPUESTO DE REPROGRAMACIÓN DE LA DEUDA

	Balanza de capitales	Variación de reservas	Saldo de reservas	Deuda Neta	Servicio deuda/expor-taciones (%)	Deuda neta/ exportaciones (veces)	Financiamiento neto/intereses de la deuda (%)
(Millones de dolares)							
A. Con crecimiento del 4% anual del PIB desde 1988 y refinanciación del 50% de los intereses bancarios							
1987	515	24	3536	11530	65.2	2.21	
1988	640	-349	3187	12374	53.6	2.20	29.1
1989	661	-152	3035	12987	50.1	1.97	28.2
1990	853	-218	2817	13857	51.4	2.01	34.9
1991	1104	-134	2682	14896	49.2	2.02	43.2
1992	608	-910	1773	16214	55.5	2.06	22.6
B. Con crecimiento del 6.5% anual del PIB desde 1988 y refinanciación del 50% de los intereses bancarios							
1987	515	24	3536	11530	65.2	2.21	
1988	712	-417	3119	12514	53.6	2.22	32.3
1989	817	-306	2813	13437	50.2	2.04	34.8
1990	1109	-480	2333	14825	51.7	2.15	45.0
1991	1476	-528	1805	16629	49.8	2.25	56.9
1992	1102	-1475	330	19006	56.3	2.42	39.9
C. Con crecimiento del 4% anual del PIB desde 1988 y refinanciación total de los intereses bancarios							
1987	515	24	3536	11530	65.2	2.21	
1988	875	-115	3421	12374	53.5	2.20	39.7
1989	895	60	3481	13010	50.5	1.97	37.9
1990	1112	-5	3475	13928	52.1	2.02	44.6
1991	1389	78	3553	15037	50.2	2.04	52.8
1992	661	-799	2754	16458	58.0	2.09	29.4
D. Con crecimiento del 6.5% anual del PIB desde 1988 y refinanciación total de los intereses bancarios							
1987	515	24	3536	11530	65.2	2.21	
1988	946	-182	3353	12514	53.6	2.22	43.0
1989	1051	-95	3258	13460	50.5	2.05	44.4
1990	1368	-267	2991	14896	52.4	2.16	54.5
1991	1761	-315	2676	16772	50.8	2.27	66.0
1992	1314	-1364	1312	19251	58.9	2.49	45.9