

88113 - 059

**LA ESTRATEGIA ÓPTIMA DE ENDEUDAMIENTO EN UN CONTEXTO DE
INESTABILIDAD CAMBIARIA**

Elaboró: Armando Arias

John Jairo Vergel

María Delfina Gaona

Marco A. Polo

Edgar Gerlein

Miguel A. Ramos

Fecha: Enero 31 de 2008

Ubicación: Scsiif026 / D / Laboral / Archivos 2007 / 88113-059 Estudios e investigaciones / 88113-059-05 Análisis sectoriales y de políticas públicas / Deuda y Tasa de Cambio / 2. Desarrollo

Revisión # 1:

Fecha de la revisión:

INTRODUCCIÓN

La discusión sobre si es o no necesaria la intervención del Estado en la economía fue dejada atrás, dado que la misma se considera esencial para corregir los fallos del mercado y proveer ciertos bienes y/o servicios que satisfacen necesidades básicas y que el sector privado no provee por iniciativa propia o los produce en cantidades insuficientes. Actualmente el análisis teórico se centra en cuál debe ser el tamaño del Estado, cómo debe financiarse y cómo debe orientarse el gasto, en cuanto expresión cuantitativa de las políticas publicas.

Dentro de los fines de la intervención del Estado también están el logro de una distribución mas equitativa de la riqueza, estabilizar la economía controlando los efectos de los desequilibrios macroeconómicos y procurar el ambiente necesario para un mayor crecimiento y desarrollo.

Para cumplir estos cometidos, el Estado incurre en flujos de ingresos y gastos como cualquier otro agente económico. Los ingresos pueden ser corrientes en la medida que poseen el rasgo de ser predecibles, es decir que su consecución tiene un alto grado de certidumbre, en razón al poder de compulsión sobre el sector privado. En el contexto colombiano, los ingresos corrientes se subdividen en ingresos tributarios y no tributarios. Adicionalmente existen los recursos de capital, que operan como una fuente complementaria para atender el volumen de gastos; estos recursos proceden de las operaciones de crédito publico, interno y externo, el producto de las enajenaciones de activos públicos (privatizaciones), los rendimientos financieros de entidades estatales, las utilidades del Banco de la Republica, los excedentes financieros (establecimientos públicos, empresas industriales y comerciales del estado y las sociedades de economía mixta), las donaciones, entre otros.

Contraloría Delegada para la Gestión Pública e Instituciones Financieras
Dirección de Estudios Sectoriales

En la clasificación presupuestal se distingue también un gasto corriente, que agrupa las partidas destinadas al funcionamiento de la administración del Estado (servicios personales, gastos generales, gastos de operación comercial y transferencias) y los recursos para atender el servicio de la deuda pública, el cual incluye la amortización del capital y las erogaciones por concepto de intereses, comisiones y otros pagos estipulados. Como complemento al gasto corriente existe el gasto de inversión, que incorpora las partidas destinadas explícitamente a planes de desarrollo económico y social, así como a la construcción y mantenimiento de la infraestructura física.

La diferencia entre los ingresos corrientes del gobierno y los gastos totales constituyen el déficit o superávit fiscal. En presencia de un superávit el gobierno se encuentra en posición de ahorrar e invertir recursos, o de reducir el monto total de su deuda, mientras que un déficit fuerza a incrementar la deuda pública en una cuantía igual a dicho déficit, ya que el gobierno se ve en la necesidad de tomar créditos, ya sea internos o externos, o una combinación de ambos¹. En teoría, el crédito público debería ser una opción de financiación de carácter coyuntural aplicable solo en momentos de dificultades económicas. Sin embargo, según Gómez Ricardo², “se ha convertido en un sistema de financiación constante o permanente”. En otras palabras, el crédito se convirtió en un componente rutinario dentro de las fuentes de financiación del Gobierno.

La deuda pública puede ser externa o interna. La deuda pública externa está constituida por aquellos créditos con vencimiento superior a un año contratados por el Estado con entidades u organismos nacionales o internacionales, los cuales se cancelan en moneda extranjera y por tanto afectan la balanza de pagos³. Con el crédito público externo se busca asegurar objetivos de estabilización externa ligados a la balanza de pagos, resolver problemas de financiación interna de índole fiscal (debido a una capacidad de ahorro local baja y mercado financiero poco desarrollado) e invertir recursos en proyectos que redunden en un mayor desarrollo económico⁴.

Según Gómez Ricardo, el crédito externo se puede clasificar, según su naturaleza, de la siguiente forma⁵:

- **Créditos de programas:** son aquellos que buscan resolver deficiencias presupuestales o la denominada *brecha interna*, es decir el exceso de gastos frente a unos recursos financieros insuficientes.

¹ Existen otras opciones como son las privatizaciones o la creación de nuevos impuestos, entre otras, sin embargo, el crédito se constituye en la ruta mas expedita.

² Jorge Gómez Ricardo, *Presupuesto publico colombiano: instrumento para la orientación de la política económica financiera*, Bogota, Universidad Externado de Colombia, 1998. Pág. 70.

³ Por ejemplo el sector financiero internacional, multilateral y multinacional; entidades internacionales de desarrollo, proveedores, créditos de gobierno a gobierno, etc.

⁴ Jorge Gómez Ricardo, *Presupuesto publico colombiano: instrumento para la orientación de la política económica financiera*, Bogota, Universidad Externado de Colombia, 1998. Pág. 70.

⁵ *Ibíd.*, Pág. 76 y 77.

Contraloría Delegada para la Gestión Pública e Instituciones Financieras
Dirección de Estudios Sectoriales

- **Créditos de proyectos:** son aquellos que tienen como propósito desarrollar proyectos de inversión para resolver deficiencias estructurales o tecnológicas. Estos proyectos son de tal magnitud que los países en vías de desarrollo no disponen internamente de los recursos necesarios para desarrollarlos por sus propios medios. Con estos créditos se busca resolver la *brecha tecnológica* frente a los países industrializados.
- **Préstamos de contingencias:** tienen el propósito de resolver los déficit de la balanza de pagos o la *brecha externa*.

Por otro lado, la deuda pública interna es aquella contraída por el Estado con vencimiento superior a un año y con recursos disponibles al interior de la economía. Son créditos otorgados directamente por entidades u organismos nacionales cuyo pago se realiza en moneda local y que por tanto no tiene repercusión sobre la balanza de pagos. La deuda pública interna está orientada a resolver problemas de estabilización del producto y asegurar un mayor nivel de ahorro para financiar el desarrollo, cubrir el déficit del presupuesto público y regular la demanda agregada⁶.

Los niveles de endeudamiento del estado colombiano son examinados usualmente a tres niveles: el del Gobierno Nacional Central (GNC); el del Sector Público No Financiero (SPNF), que incluye el nivel territorial y el sector descentralizado; y el del Sector Público Consolidado (SPC), que incluye además los balances del Banco de la República, el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafin) y la Banca Pública.

El saldo de la deuda del GNC a diciembre de 2006 ascendió a \$156.8 billones (49.2% del PIB), de los cuales \$52.6 billones corresponden a deuda externa y \$104.2 billones a deuda interna. El incremento total respecto a 2005 fue de 8.2%⁷.

En cuanto al Balance del SPNF para la misma vigencia, el resultado fue un saldo deficitario por \$8.2 billones (2.6% del PIB). El déficit del GNC de \$13.2 billones (4.1% del PIB) fue parcialmente compensado por un superávit agregado del sector descentralizado (seguridad social, empresas del nivel nacional y local, y gobiernos de las entidades territoriales). Entre 2003 y 2006 se redujeron los indicadores de la deuda como proporción del PIB y de los ingresos tributarios, si bien en términos nominales y en dólares la deuda ha mantenido una senda ascendente⁸.

En lo referente al SPC, en 2006 acumuló una deuda bruta por \$191.7 billones, con un incremento de 5.7% respecto al saldo de 2005, aunque como porcentaje del PIB se redujo

⁶ *Ibíd.*, Pág. 70.

⁷ Contraloría General de la República, *La situación de la deuda pública colombiana 2006*, Bogotá, mayo de 2007. Pág. 1 a 24.

⁸ Contraloría General de la República, *Situación de las Finanzas del Estado 2006*, Bogotá, mayo de 2007. Pág. 10.

Contraloría Delegada para la Gestión Pública e Instituciones Financieras
Dirección de Estudios Sectoriales

en 3.8 puntos porcentuales, pasando de 63.6% en 2005 a 59.8% en 2006. Tal reducción ha sido sostenida si se considera que en 2003 la deuda representó el 72.5% del PIB.

Mientras que en los años 80 prevaleció el mecanismo de los préstamos internacionales para la gestión de la deuda pública, en los años 90 se presentó un viraje hacia el financiamiento a través de bonos, dentro de los cuales el mayor protagonismo lo tienen los Títulos de Tesorería TES B⁹.

La gestión de la deuda consiste como tal en un diseño de estrategias enfocadas a obtener los montos fijados (metas de colocación), alcanzar las condiciones de riesgo adecuadas y mantener un mercado eficiente de deuda. El primer objetivo surge de la estimación de déficit calculada en el Plan Financiero elaborado por el Consejo Nacional de Política Fiscal (CONFIS), órgano asesor del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP).

El segundo objetivo atiende a la multiplicidad de riesgos derivados de las emisiones de títulos de deuda, entre los cuales los más destacados son:

- **Riesgo de mercado:** está asociado a los precios de los bonos, la devaluación, la inflación, las expectativas de crecimiento, etc. A su vez, estas variables inciden en la conformación del llamado riesgo – país, evaluado por las agencias calificadoras de riesgo.
- **Riesgo de renovación:** es el resultante de efectuar canjes para extender plazos (roll over), dado que el prestatario puede entrar en condiciones más onerosas.
- **Riesgo de liquidez:** aplicado a la deuda de un país, se asocia a la generación de superávit primario, el cual se define como el volumen de ingresos menos el total de gastos a excepción de los intereses de la deuda. El superávit primario hace las veces de un indicador de la capacidad para incurrir en deuda nueva. Mientras que el endeudamiento nuevo sea inferior a los intereses del período en que se genera el superávit, la deuda no tendrá carácter explosivo.
- **Riesgo crediticio:** el evento por el cual se materializa este riesgo es el incumplimiento de las obligaciones contraídas.
- **Riesgo de impago:** corresponde a la probabilidad de que un país efectúe declaratorias de no pago de sus obligaciones ante situaciones de crisis extremas.
- **Riesgo operativo:** está relacionado con el mal manejo o las malas decisiones por parte del emisor del título.

⁹ Los TES tipo A fueron emitidos para atender los pasivos con el Banco de la República y servir la deuda de los antiguos Títulos de Ahorro Nacional (TAN).

Contraloría Delegada para la Gestión Pública e Instituciones Financieras
Dirección de Estudios Sectoriales

Por mandato constitucional, la Contraloría General de la Republica (CGR) ejerce la vigilancia de la gestión fiscal y el control de resultados de la administración¹⁰. También establece la Carta Política que la C.G.R debe llevar un registro de la deuda pública de la Nación y de las entidades territoriales¹¹, certificar la situación de las finanzas del Estado¹², presentar a la Cámara de Representantes la Cuenta General de Presupuesto y del Tesoro y certificar el balance de la Hacienda presentado al Congreso por el Contador General.

Todas las facultades mencionadas se interrelacionan mutuamente e involucran el ejercicio de acciones diversas de control sobre el manejo del endeudamiento público, y fueron reglamentadas inicialmente por la Ley 42 de 1993, la cual dispone complementariamente que todos los empréstitos garantizados por la Nación y otorgados a cualquier persona o entidad estarán sometidos a la vigilancia de la CGR¹³.

El Decreto Ley 267 de 2000 señala¹⁴ que es función de la Contraloría Delegada para Economía y Finanzas Publicas “dirigir y coordinar el proceso de registro de la deuda pública nacional y territorial, su consolidación para los informes mensuales y anuales sobre la materia y elaborar las certificaciones respectivas”. Aparte de ello, corresponde a las Direcciones de Estudios Sectoriales (DES) el análisis sectorial alimentado por la información de orden micro, es decir las entidades sujeto de control individualmente consideradas¹⁵. En tal sentido, las acciones del Ministerio de Hacienda y Crédito Público que materializan la política de endeudamiento del GNC ameritan, dada su trascendencia para la sostenibilidad fiscal, su inclusión como objeto de estudio de la DES del Sector Gestión Pública e Instituciones Financieras - Subsector Hacienda.

La organización del documento por secciones es la siguiente: el marco teórico del endeudamiento público y los esquemas de manejo de la tasa de cambio por parte de la autoridad monetaria, son abordados en la sección 1. Con posterioridad (secciones 2 y 3) se detallan las acciones de política recientes en los frentes cambiario y de endeudamiento, así como su análisis por parte de distintos estamentos (gremios, academia, analistas independientes). Luego es presentado el problema del endeudamiento óptimo, entendido como la elección de niveles de deuda sobre un horizonte de largo plazo sin descuidar la necesidad de contar con liquidez suficiente para los compromisos de corto plazo (sección 4). La aplicabilidad de este esquema por parte del Gobierno es objeto de evaluación en la sección 5. Finalmente se exponen las conclusiones más relevantes.

¹⁰ Constitución Política de Colombia, Art. 267.

¹¹ Ibid, Art. 268, numeral 3.

¹² Ibid., numeral 11.

¹³ Ibid., artículo 44.

¹⁴ Artículo 62, numeral 10.

¹⁵ Artículo 53, numeral 2.

1. MARCO TEÓRICO

1.1 Deuda pública

En la literatura académica sobre deuda pública y sus implicaciones sobresalen postulados teóricos¹⁶ relacionados con al menos tres categorías analíticas: la neutralidad de la deuda, su relación con la emisión monetaria y su sostenibilidad.

Según la hipótesis de equivalencia ricardiana, formulada por el economista Robert Barro, es indiferente o neutral financiar el gasto público con deuda o con impuestos. Si el gobierno decide financiar el exceso del gasto sobre los ingresos con emisión de deuda, las familias anticipan que en un futuro el gobierno incrementará los impuestos para pagar dicha deuda, y por tanto reducen su consumo en el presente (lo cual es el efecto de un incremento en los impuestos) para ahorrar lo suficiente y pagar con ello el futuro incremento de los impuestos. Las familias ahorran un monto equivalente al saldo de la deuda más los intereses (es decir, el valor de la disminución del ahorro del gobierno), de tal forma que el ahorro nacional, el consumo, la inversión y la tasa de interés no se modifican.

En contra de la equivalencia ricardiana existen varios argumentos, como que un gobierno se puede endeudar durante mucho tiempo antes de decidir incrementar los impuestos, lo cual estimularía a la familias a incrementar su gasto presente, previendo que los mayores impuestos recaerán sobre las generaciones futuras¹⁷.

También existen planteamientos que respaldan la no neutralidad de la deuda. En un escenario donde se opte por el endeudamiento para financiar gasto publico, es de esperar incrementos en las tasas de interés que incentiven la entrada de divisas; ello a su vez generará apreciación del tipo de cambio real y déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Igualmente se puede producir un efecto desplazamiento en la medida que un incremento del gasto público motiva a reducir el gasto privado como consecuencia del alza en las tasas de interés.

Por lo que respecta a la financiación de la deuda por medio de la emisión monetaria, este proceso permite cubrir los déficit sin necesidad de incrementar el monto de la deuda pública ni de crear nuevos impuestos. Sin embargo, la emisión genera presiones inflacionarias que en última instancia se traducen en un impuesto implícito, el señoriaje¹⁸. En Colombia, la Constitución Política de 1991 prácticamente eliminó la posibilidad de

¹⁶ Tomado de Contraloría General de la Republica, *La situación de las finanzas del estado y deuda pública 1998*, Bogota, 1999. Pág. 53.

¹⁷ Ver al respecto Sachs, Jeffrey y Larraín, Felipe, *Macroeconomía de la Economía Global*, Capitulo 7, “El Sector Gobierno”. México, Prentice Hall, 1994.

¹⁸ En realidad existen dos conceptos diferenciados respecto de la financiación de los déficit mediante emisión. Uno es el señoriaje, entendido como la ganancia de poder adquisitivo del Estado derivada de la operación de emisión. Y el segundo es el impuesto inflación, correspondiente a la pérdida de capital de los hogares y las firmas a causa de la inflación adicional generada por la emisión. Véase Sachs y Larraín, op. cit., Capítulo 11.

Contraloría Delegada para la Gestión Pública e Instituciones Financieras
Dirección de Estudios Sectoriales

financiación de la deuda del gobierno con emisión del Banco de la Republica, ya que prohibió¹⁹ que éste le otorgara crédito primario al gobierno.

La tercera categoría es la sostenibilidad de la deuda, entendida como la capacidad del agente deudor para honrar sus obligaciones en un horizonte de largo plazo. En un contexto donde la tasa de interés real sea superior al crecimiento de la economía, el gobierno no podría financiar indefinidamente su deuda mediante la emisión de más deuda, ya que el saldo total del endeudamiento crecería hasta niveles insostenibles y el gobierno enfrentaría una situación de insolvencia. Por lo anterior se requiere que la política fiscal equilibre a largo plazo los ingresos y gastos del gobierno.

El monto y manejo de la deuda es importante en la medida en que el pago de la misma implica una reducción en los recursos disponibles para la inversión social y en infraestructura, es decir, inversión productiva, para mejorar los indicadores de calidad de vida, productividad e ingresos del país.

Es importante resaltar que actualmente es aceptada mayoritariamente la tesis de no neutralidad, en el sentido de que la emisión de deuda pública interna presiona al alza la tasa de interés interna, repercutiendo directamente sobre el ahorro y la inversión del sector privado, incentivando el primero y desestimulando el segundo.

Con relación a la transformación surgida en la política de endeudamiento público en Colombia a comienzos de los años noventa, Carrasquilla²⁰ anota:

En primer término, se tiende a abandonar el esquema tradicional en el país, vigente desde mediados de los ochenta, en el cual se brindaba énfasis al concepto de préstamo multilateral y sindicado, negociado con la banca e instituciones a nivel internacional, para pasar a otro esquema en el cual se privilegia el financiamiento vía la emisión de instrumentos alternativos tales como los bonos. En segundo término, en la política actual adquiere papel importante la financiación interna del sector público, vía títulos emitidos en el país. Esto, en el contexto de las recientes reformas constitucionales, implica un financiamiento básicamente proveniente del sector privado, a diferencia de otras épocas en las cuales el financiamiento interno era monetario.

Mediante esta estrategia se busca disminuir la exposición al riesgo cambiario, asociada al volumen de deuda externa, pero al mismo tiempo se incrementa la exposición al riesgo derivado de las variaciones en las tasas de interés internas. Siguiendo estos lineamientos la deuda ha venido presentando una importante recomposición, disminuyendo la participación de la deuda externa al tiempo que aumenta la interna. De hecho, a comienzo de los noventa la deuda externa del GNC representaba el 75% de la deuda total, y la deuda interna el 25%

¹⁹ Artículo 372.

²⁰ Alberto Carrasquilla Barrera, *Financiación del sector público*, en Estabilidad y Gradualismo: ensayos sobre economía colombiana, Bogota, TM Editores, Banco de la Republica, 1999. Pág. 197.

restante²¹. Lo anterior se hizo posible gracias al mayor desarrollo del mercado de capitales colombiano y a una mayor disponibilidad de recursos a nivel local.

Adicionalmente, el saldo de la deuda externa en pesos también se ha venido reduciendo gracias a la apreciación que desde 2003 ha venido afectando a la moneda colombiana. Desde marzo de ese año hasta diciembre de 2006 la Tasa de Cambio Representativa del Mercado (TCRM) se apreció un 24%, cifra que llegó al 26% en agosto de 2007²².

Las autoridades económicas son conscientes, no obstante, de que la revaluación por sí sola, en virtud de su carácter coyuntural, no refleja cambios estructurales en la economía ni en la capacidad de largo plazo del sector público para atender sus obligaciones. Por tal motivo es pertinente someter a revisión y en mayor detalle la respuesta que desde la política de endeudamiento se viene ejecutando paralelamente a un episodio revaluacionista que, si bien se ha moderado, aún no presenta visos de revertirse.

Es menester, pues, adentrarse en la especificidad de los esquemas de determinación de la tasa de cambio y cotejar tales consideraciones con las características del entorno macroeconómico colombiano.

1.2 Esquemas cambiarios

La importancia de la evolución de la tasa de cambio trasciende a la consideración singular de la deuda externa, para adentrarse en todo el conjunto de transacciones del país con el resto del mundo, sean de tipo corriente (exportaciones, importaciones y servicios factoriales, es decir remuneraciones e intereses) o de capital (flujos de endeudamiento e inversión en sus distintas modalidades). La teoría convencional de la economía internacional señala que ante una depreciación de la moneda local son estimuladas las exportaciones, desestimuladas las importaciones, y la entrada de capitales es desincentivada, mientras que una apreciación genera el efecto contrario.

La apreciación de una moneda implica, para los residentes del país de la moneda apreciada, que su deuda externa en términos de la moneda local se ha reducido en la medida en que deberán pagar menos unidades de dicha moneda para adquirir las divisas que se requieren para cancelar la deuda, mientras que con la depreciación el monto de la deuda externa se incrementa en términos de la moneda local debido a que se requiere una mayor cantidad de la misma para adquirir las divisas necesarias para el pago de la deuda.

A pesar de tales implicaciones, la tasa de cambio nominal por sí sola no explica el grado de competitividad comercial de un país frente al exterior, ya que ella depende del comportamiento de los precios domésticos y externos. La medida que incorpora estas variaciones del poder adquisitivo es la tasa de cambio real, la cual indica el precio de los

²¹ *Ibíd.* Pág. 23.

²² Las cifras correspondientes a la TCRM son las siguientes, marzo de 2003: \$2.958, diciembre de 2006: \$2.238 y agosto de 2007 \$2.173.

bienes extranjeros expresados en bienes nacionales. La variación de la tasa indica si los bienes extranjeros están volviéndose más o menos costosos que los nacionales²³.

Académicamente, para efectos de distinción, los economistas utilizan los términos devaluación y reevaluación para referirse a variaciones voluntariamente ejercidas por los bancos centrales sobre el tipo de cambio en un sistema de tipo de cambio fijo, mientras que para las variaciones en los tipos de cambios flexibles son utilizados los términos depreciación y apreciación²⁴. No obstante, para efectos prácticos de los documentos de análisis cambiario, estos términos tienden a utilizarse indistintamente.

La finalidad de un sistema de tipo de cambio es regular el comercio internacional y los flujos de capital, de modo que puedan ejercerse en mayor o menor medida los ajustes necesarios ante situaciones de perturbación o de desequilibrio en dichos escenarios. Existen dos extremos en la variedad de arreglos institucionales para fijar el valor de la divisa: el sistema de tipo de cambio fijo y el sistema de tipo de cambio flexible o flotante. Realmente la inmensa mayoría de las economías aplica sistemas de flexibilidad imperfecta, conocidos como esquemas de flotación sucia, pero con diferencias sustanciales en la especificación particular de las formas de intervención de la autoridad cambiaria.

1.2.1 Tipos de cambio fijos

Son estrategias en las cuales los países predefinen un nivel específico para su tasa de cambio. En un país con tipo de cambio fijo los gobiernos establecen el tipo al que se convertirá su moneda en otras, lo cual implica que su política monetaria pierde efectividad en la medida que ésta se debe orientar a que sus tasas de interés sigan la misma evolución que las de sus socios, para de esta manera mantener el nivel seleccionado del tipo de cambio. Si el tipo de cambio se fija entre un país pequeño y otro grande, los tipos de interés del país pequeño serán determinados por la política monetaria del país grande, es decir que la política monetaria del país pequeño deja de ser independiente y los ajustes macroeconómicos corren por cuenta de la política fiscal²⁵.

Cuando el tipo de cambio es fijo, éste no se modifica en respuesta a los desajustes del comercio exterior de un país, y por tanto el equilibrio se debe reestablecer a través de ajustes en los precios internos (incluyendo las tasas de interés). Históricamente, el sistema de tipo de cambio fijo más importante ha sido el patrón oro, utilizado entre 1717 y 1933. Bajo este sistema cada país definía el valor de su moneda en una cantidad fija de oro, estableciendo tipos de cambio fijos entre los países acogidos a este patrón²⁶. De esta forma,

²³Oliver Blanchard y Daniel Pérez Enri, *Macroeconomía: teoría y política económica con aplicaciones a América Latina*, Buenos Aires, Editorial Pearson- Prentice Hall, 2000, Pág. 239 y 240.

²⁴Ibíd. Pág. 291.

²⁵Paul A. Samuelson y William D. Nordhaus, *Economía*, Madrid, Editorial Mc Graw Hill, 1999, Pág. 600.

²⁶Ibíd. Pág. 697.

Contraloría Delegada para la Gestión Pública e Instituciones Financieras
Dirección de Estudios Sectoriales

el tipo de cambio de una moneda con respecto a otra era el resultado de la división de las cantidades de gramos de oro que contenía cada una.

Como argumentos a favor del tipo de cambio fijo generalmente se exponen los siguientes:

- Eliminación de la exposición al riesgo crediticio. Con un tipo de cambio fijo, el endeudamiento, ya sea público o privado, no corre el riesgo de verse incrementado por una depreciación de la moneda local (aunque tampoco se podría beneficiar de una posible apreciación).
- El tipo de cambio fijo elimina las constantes y a veces excesivas variaciones que se pueden presentar cuando el tipo de cambio es flexible. Dichas variaciones con frecuencia no responden a la realidad económica.

La renuncia a la posibilidad de utilizar la política monetaria como herramienta de la política económica es vista por algunos analistas como positiva, dado que con ella se evita que el banco central intervenga en el mercado adoptando posibles medidas desacertadas. Un tipo de cambio fijo implica que el banco central debe ajustar la oferta monetaria de tal manera que se igualen los tipos de interés local y extranjero, canjeando continuamente divisas por moneda local a la tasa preestablecida.

1.2.2 Tipos de cambio flexibles

Son sistemas en los que el tipo de cambio es determinado por las fuerzas de la oferta y la demanda del mercado de divisas, de tal manera que cuando en un país existe un exceso de oferta de divisas (ya sea porque el nivel de las exportaciones sea superior al de las importaciones o porque las tasas de interés internas atraen la llegada de capital extranjero) la moneda local tiende a ganar valor respecto a la moneda extranjera, y en tal evento se permite la apreciación del tipo de cambio. De la misma forma, cuando la moneda extranjera escasea (porque las importaciones superan la exportaciones o existe una salida neta de capital desde el país local hacia el exterior), la moneda local pierde valor con respecto a aquélla y se produce una depreciación en el tipo de cambio. Las variaciones cesarán en el momento en que las fuerzas del mercado determinen un nivel de tipo de cambio que equilibre las cantidades demandadas y ofrecidas de divisas. En un país con tipo de cambio flexible la política monetaria se maneja independientemente del manejo de la política monetaria de otros países y los gobiernos no toman medidas para tratar de mantener el tipo de cambio en un nivel predeterminado.

A favor de un tipo de cambio flexible se argumenta que:

- La política monetaria no pierde independencia y sigue siendo una herramienta eficaz para lograr los ajustes macroeconómicos que se requieran.
- La libre flotación del tipo de cambio permitiría que éste se situara rápidamente en el nivel requerido para corregir desequilibrios internos o externos, es decir, el tipo de cambio funcionaría como un estabilizador automático.

1.2.3 Tipos de cambio dirigidos

En la práctica es poco común encontrar ejemplos de tipos de cambios totalmente flexibles o totalmente fijos. En realidad estos son los casos extremos de los sistemas de tipos de cambio, y lo más común es encontrar un sistema intermedio de tipos de cambios dirigidos, donde el tipo de cambio se determina en lo esencial por las fuerzas del mercado, pero el gobierno interviene comprando o vendiendo divisas y alterando paralelamente su oferta monetaria, ya sea para reducir la volatilidad diaria de las variaciones en el tipo de cambio o porque quiere que el mismo se ubique en un nivel considerado conveniente.

Algunos ejemplos de sistemas de tipos de cambios dirigidos son los tipos de cambios reptantes (o de deslizamiento paulatino) y las bandas cambiarias. En el sistema de tipos de cambios reptantes se fija un tipo de cambio y se permite que este varíe levemente hacia arriba o hacia abajo (lo común es que se deprecie continuamente). En Colombia este sistema se implementó entre 1967 y mediados de 1991, y fue conocido como devaluación gota a gota. Consistía en la adopción, por parte del gobierno, de un sistema de microdevaluaciones programadas para el tipo de cambio. Sobre este sistema Villar y Rincón anotan²⁷: “Todas las transacciones en divisas debían ser realizadas a través del Banco de la Republica. La tasa de cambio para las transacciones era anunciada con un día de anticipación y aumentaba cada día siguiendo una tasa de devaluación gota a gota.”

En el caso de las bandas cambiarias (o franja cambiaria, o corredor cambiario) se permite que el tipo de cambio fluctúe dentro de un límite superior o techo y un límite inferior o piso, previamente establecido, y la autoridad cambiaria interviene cuando considera que el tipo de cambio se acerca peligrosamente a uno de los dos límites. El sistema de bandas cambiarias funcionó en Colombia entre principios de 1994 y finales de 1999. Bajo este sistema, cada año el Banco de la Republica establecía un techo y un piso para el tipo de cambio así como la pendiente o meta porcentual anual de devaluación, y compraba o vendía dólares, según el caso, para defender los límites establecidos en la banda cambiaria²⁸. Al respecto, Villar y Rincón agregan²⁹: “El centro de la banda era el nivel de la tasa de cambio del día en que se tomó la decisión, y los límites superior e inferior fueron establecidos 7% más arriba y más abajo, respectivamente...”.

No obstante, el inconveniente derivado de un conocimiento previo de la intención del Emisor es que tal anuncio moldea las expectativas de los inversionistas y a menudo refuerza la volatilidad, como en efecto ocurrió en lo que se conoce como ataques

²⁷ Leonardo Villar y Hernán Rincón, *Flujos de capital y regímenes cambiarios en la década de los noventa*, Bogota, Banco de la Republica, 2000, Pág. 14.

²⁸ Gilberto Arango Londoño, *Estructura Económica Colombiana*, Décima edición, Bogota, Editorial Mc Graw Hill, 2005, Pág. 297.

²⁹ Leonardo Villar y Hernán Rincón, *Flujos de capital y regímenes cambiarios en la década de los noventa*, Bogota, Banco de la República, 2000, Pág. 18.

especulativos a la banda. Tras múltiples intervenciones en el mercado cambiario, fue necesario reajustar los parámetros de las bandas con regularidad, hasta el episodio de crisis de finales de los noventa, cuando ante la expectativa de un mal desempeño económico, la fuga de capitales llevó a la divisa hasta el techo de la banda y en último término la hizo insostenible.

El 25 de septiembre de 1999 la Junta Directiva del Emisor optó por sustituir el sistema de banda cambiaria por un sistema de tipo de cambio flexible, en el marco de un acuerdo con el FMI sobre las metas macroeconómicas de los tres años siguientes. Si bien desde entonces el tipo de cambio es determinado fundamentalmente por el comportamiento del mercado de divisas, el Banco de la República tiene la facultad de intervenir en el mercado, a través de los mecanismos de subasta de opciones de ventas (opciones put) y de opciones de compra de divisas (opciones call), ya sea para acumular reservas internacionales o para reducir las variaciones de corto plazo de la tasa de cambio.

2. TEORÍAS DEL ENDEUDAMIENTO ÓPTIMO

La optimización, en el terreno de la economía matemática, está referida a la maximización o minimización de una variable de interés o función objetivo. Usualmente está asociada también a un concepto particular de equilibrio, sea como igualdad de fuerzas, estado de reposo, eliminación de tendencias inherentes al cambio, o algún otro.

Aplicando esta noción al debate sobre la neutralidad de la deuda, tratado en la sección 1, se recuerda que este concepto alude a que existe una condición de indiferencia entre el empleo de los impuestos o de la deuda como financiadores del gasto, de modo que cualquier distribución elegida o promovida³⁰ por un gobierno mantiene inalterada la decisión de consumo y ahorro por parte de los hogares, y en consecuencia, bajo un esquema de optimización no estricta toda elección es óptima, y bajo un esquema de optimización estricta ninguna elección resulta serlo³¹.

En lo concerniente al análisis de sostenibilidad, el criterio de valoración de un esquema de endeudamiento dado es que si la tasa media de contratación de la deuda es inferior o a lo sumo igual a la tasa de crecimiento económico de largo plazo, existirá sostenibilidad fiscal, y de no ser ese el caso, la economía se verá abocada a un colapso futuro. Esta regla incorpora a su vez la noción de que en un horizonte extendido la elasticidad del recaudo tributario ante cambios en el nivel de producto es unitaria³².

³⁰ En razón a que en las economías capitalistas y con apertura de la cuenta de capitales, no es posible para un gobierno ejercer control directo sobre el endeudamiento del sector privado.

³¹ En la optimización estricta la comparación relevante entre distintos valores de la función objetivo está dada por las desigualdades “mayor que” y “menor que”, mientras que en la optimización no estricta viene dada por las desigualdades “mayor o igual que” y “menor o igual que”.

³² Es decir que por cada 1% de variación en el producto, el ingreso tributario tenderá a variar en la misma medida.

Contraloría Delegada para la Gestión Pública e Instituciones Financieras
Dirección de Estudios Sectoriales

Además de los anteriores enfoques de análisis, el tema de la deuda pública conduce a múltiples formas de exploración, según el problema particular que se desee evaluar. Así por ejemplo, es de interés examinar: (i) el criterio para la distribución de la deuda total entre interna y externa; (ii) el criterio para definir una estructura “óptima” o “ideal” de plazos, o en otros términos, un perfil de vencimientos de máxima eficiencia o eficacia, según como se asocie a una variable objetivo; y (iii) el criterio adecuado para la utilización de excedentes de liquidez en un contexto macroeconómico coyuntural, en función o en apoyo de los criterios (i) y (ii).

La primera inquietud es quizás la mejor esclarecida, en la medida que cada tipo de obligación, interna o externa, es valorada según su riesgo específico, asociado a su vez a variables de distinta naturaleza. La deuda externa tiene como sus principales referentes de revisión la magnitud presente y las expectativas acerca de la tasa de cambio, las tasas internacionales tomadas como base para algunos créditos (por ejemplo la tasa Libor para transacciones con organismos multilaterales) y los conceptos emitidos por las agencias calificadoras de riesgo, de donde surgen los spreads o diferenciales por país respecto a la tasa considerada libre de riesgo, propiamente la de las Letras del Tesoro emitidas por el Federal Reserve System. Por lo que respecta a la deuda interna, el principal factor de riesgo que debe considerarse es el impacto que se causa a la economía, y por transmisión directa al propio fisco, cuando el gobierno al demandar altas cantidades de liquidez presiona al alza las tasas de interés. Si el aparato productivo local es lesionado, su crecimiento será menor, y más difícil y lenta la entrada de recursos corrientes a las arcas del Estado para cancelar las obligaciones contraídas. En la sección 4 se revisa el detalle de las alteraciones en la composición de la deuda del GNC.

El segundo planteamiento está referido a la conveniencia de un determinado perfil de vencimientos. Una concentración muy alta de éstos en un determinado plazo o año implicará o bien un esfuerzo fiscal previo considerable o una alta dosis de confianza en la renegociación o sustitución (swap) de tales obligaciones por otras de más largo plazo. En otras palabras, supondría la aspiración de mejorar sustancialmente el clima económico para efectuar las mencionadas maniobras. Pero si no se cuenta con una base real, con un propósito enfático de recuperación del panorama fiscal, o de una alta certidumbre, el efecto último es trasladar el problema a las generaciones que alimenten los ingresos corrientes en esa vigencia.

Claramente entonces se trata de un conjunto de decisiones del tipo asumir - diferir riesgos, en las cuales se manifiesta el grado de egoísmo o altruismo de la generación presente. Un tipo de modelo sencillo es el que supone un comportamiento que se refuerza de una generación a otra: si las personas de la generación actual se sienten afectadas por la carga recibida de la generación anterior, trasladarán a la vez parte de sus obligaciones hacia el futuro, de modo que la próxima generación se vea aún más afectada, y así sucesivamente, mediante una reacción en cadena. No obstante, el mercado ayuda a regular este proceso, elevando el costo del refinanciación o roll over.

Contraloría Delegada para la Gestión Pública e Instituciones Financieras
Dirección de Estudios Sectoriales

En esencia entonces, una maniobra puntual de reconstrucción del perfil no basta para conceputar acerca de si la estrategia es óptima o no, porque ello dependerá de la reacción que ante el perfil recibido tomen las generaciones subsiguientes. Lo acertado de incurrir en determinadas decisiones de financiamiento se convierte sencillamente en lo admisible o lo verosímil, por ejemplo si se asume que la aversión al endeudamiento se conserva en el tiempo, o que la expectativa sobre la evolución del ciclo económico es compartida o incluso se valida.

No obstante, sí existe una pauta mínima de orientación, como lo es el monitoreo de la curva de rendimientos (la estructura de los costos por plazos) para las colocaciones nuevas. La curva refleja la noción de que a mayor plazo, mayor riesgo, y por tanto mayor tasa de retribución. La forma cóncava tradicional indica además que el riesgo crece más que proporcionalmente respecto a la rentabilidad del inversionista en títulos de deuda. Si de un período a otro la curva se desplaza en una u otra dirección, o altera su convexidad, es necesario determinar las proporciones de cambio para decidir en qué sentido reorientar la estrategia de recolocar vencimientos. La caracterización de los prepagos de deuda es abordada en la sección 4.

Finalmente queda por explorar el tema de los excedentes de liquidez. La relación de esta contingencia frente a las decisiones de endeudamiento radica en que cuando el excedente surge del abaratamiento de la deuda, se distingue una serie de cursos alternos de acción. Cabe mencionar al menos cinco usos posibles de un excedente de caja en el Tesoro:

- Prepagar deuda externa
- Constituir activos externos
- Reducir el rezago presupuestal
- Constituir activos internos
- Prepagar deuda interna

La primera alternativa, el prepago de deuda externa, es por amplio margen la más argumentada en las deliberaciones sobre las finanzas del Estado. En algunos debates en el seno del Congreso de la República, la respuesta del Ejecutivo ante las solicitudes de efectuar altos volúmenes de prepagos fue que no se disponía de liquidez. Ello parece discordar de la mecánica de funcionamiento de la Tesorería. Si en el Plan Financiero se anticipan ingresos (en pesos) y gastos (gran parte de ellos en dólares) sobre la base de una tasa de cambio sobreestimada, la única forma de que la liquidez no haya crecido es que el desfase en los ingresos o en los gastos en pesos compense el remanente de caja derivado de la revaluación, o que paulatinamente los recursos se hayan destinado a otra de las alternativas mencionadas.

Precisamente, una de tales posibilidades es la adquisición de activos externos, pero es evidente que en una coyuntura de bajo valor de la divisa, presenta un alto riesgo la constitución de tales títulos. Así como pueden valorizarse, también pueden seguirse

Contraloría Delegada para la Gestión Pública e Instituciones Financieras
Dirección de Estudios Sectoriales

depreciando en la medida que la revaluación no sea detenida, aparte de que las tasas de interés externas son presionadas a la baja en los países industrializados para conjurar un episodio recesivo.

Mayor discreción y mayor acogida resultan de destinar los excedentes a cerrar la brecha entre los compromisos y pagos presupuestales. Buena parte de las entidades públicas solicita que sus operaciones corrientes o sus proyectos de inversión se traduzcan en pagos efectivos, generando otra forma de presión para los recursos de la Tesorería. Debe mencionarse, no obstante, que en la medida que los gastos de una vigencia correspondan a actividades que cronológicamente pueden sobrepasarla, siempre habrá algún nivel positivo de rezago, porque implícitamente la normativa presupuestal impide que sea nulo³³.

La constitución de activos internos aparece como una opción poco atractiva en términos de los requerimientos de seguridad para los recursos de liquidez, más aún a la luz de las diferencias poco significativas entre la tasa de remuneración de los depósitos en el Banco de la República y las tasas de captación en el sistema financiero.

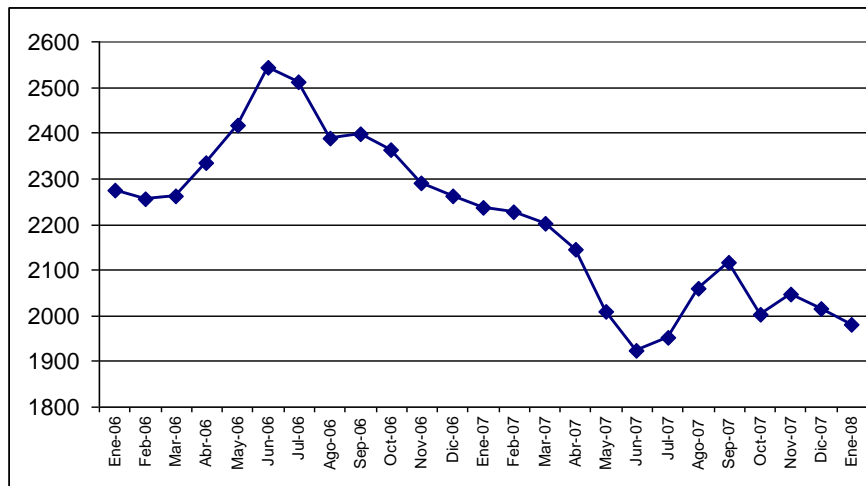
En último término debe considerarse la redención anticipada de obligaciones en pesos. Si bien el criterio de reducción del componente de deuda externa viene respaldado por el desempeño favorable de la economía en los últimos trimestres, también es razonable argumentar que la capacidad de los agentes domésticos para adquirir deuda pública no es ilimitada, y de hecho los volúmenes colocados siguen acaparando el mercado de capitales, implícitamente en contra del desarrollo de otros instrumentos. No obstante, debe admitirse también que la transmisión de los excedentes al circuito económico hace las veces de una política monetaria expansiva, en contravía del control a la inflación, cuyo logros precarios han comenzado a ser cuestionados.

³³ Por ejemplo, dado que en un contrato se estipula un pago final a la entrega del objeto u obra del mismo, si el contrato inicia en una vigencia y termina en otra, es evidente que el pago de caja se rezaga respecto del fin de la vigencia en que se efectúa el compromiso presupuestal.

3. EVOLUCIÓN DE LA TASA DE CAMBIO NOMINAL Y REAL Y MEDIDAS ADOPTADAS

El gráfico 1 presenta la trayectoria de la tasa representativa del mercado (TRM) entre enero de 2006 y enero de 2008.

GRÁFICO 1
TRM promedio mensual 01/2006 – 01/2008

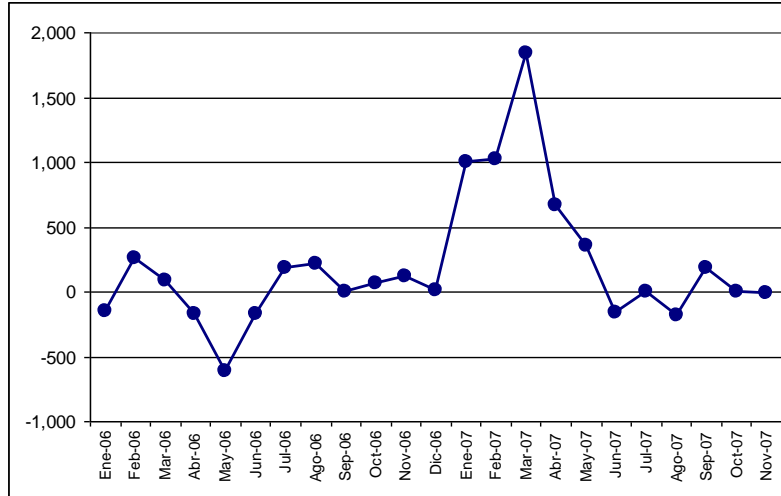


Fuente: Banco de la República

A partir de junio de 2006 el proceso de depreciación nominal de la moneda que caracterizó los primeros meses de ese año se revierte completamente, para dar lugar a un fenómeno revaluacionista que ha obligado a las autoridades económicas a tomar fuertes medidas con el fin de controlar una tendencia acentuada que distorsiona la percepción del desempeño económico de largo plazo. Sin embargo, estas disposiciones han recibido cuestionamientos en la medida que no han sido suficientes para revertir la apreciación de la moneda, con el perjuicio consecuente para exportadores y productores nacionales de bienes que compiten con las importaciones. Las medidas implementadas han sido la intervención discrecional del Banco de la República en el mercado cambiario y normas para el control de capitales.

El saldo neto resultante de las operaciones de compra y venta de divisas aparece representado en el gráfico 2. Se observa en el mismo que en el curso de 2006 las operaciones mantuvieron un saldo en valor absoluto inferior a \$0.5 billones, salvo en mayo, cuando se hizo una venta apreciable de divisas al Gobierno. En contraposición, desde enero hasta mayo de 2007 el nivel de intervención vía compras se hizo muy superior, claramente en respuesta al marcado descenso de la tasa de cambio, y se llegó al tope de adquirir \$1.83 billones en marzo. A partir de junio se consideró suficiente la absorción de divisas y la intervención se redujo a la par con un cambio previo en la política de control cambiario, lo cual permitió un período de recuperación en la cotización del dólar.

GRÁFICO 2
Compra neta de divisas por parte del Banco de la República



Fuente: *ibídem*.

Las autoridades económicas y algunas entidades privadas³⁴ consideraron en su momento que tanto los niveles como la volatilidad de la tasa de cambio debían ser asociados más a factores externos que a factores domésticos. Por ello, como parte de las medidas de orden macroeconómico, y ante la certeza de que los mayores flujos de capital contribuirían a la apreciación de la tasa de cambio nominal y a la volatilidad de la TRM, fueron adoptados desde mediados de 2007 controles de capital, mediante los cuales se pretendía:

- Contener la apreciación del tipo de cambio.
- Castigar el endeudamiento externo de corto plazo.
- Privilegiar una estructura de endeudamiento de largo plazo.
- Proteger a la economía de los efectos asociados a la volatilidad de los flujos de capital de corto plazo.

Estas medidas, sin embargo, no son nuevas. Por el contrario, forman parte de una vieja estrategia que se ha venido aplicando desde 1998, como se relaciona en la tabla 1.

³⁴ Fedesarrollo - Fundación Konrad Adenauer, Foro "Controles de capitales en Colombia: ¿Funcionan o no?", Debate de Coyuntura Económica. Bogotá, Diciembre 6 de 2007.

TABLA 1
Disposiciones para el control de capitales

1998-2000	2004-2006	2007
Requerimiento de depósito al endeudamiento externo	Fijación de un plazo mínimo para el establecimiento de la inversión	Requerimiento de depósito al endeudamiento externo e inversión de portafolio

Ante la dificultad para contrarrestar la apreciación del peso mediante intervenciones discrecionales en el mercado cambiario, el Banco de la República, mediante la Resolución No. 2 de mayo 6 de 2007, decidió reestablecer el depósito al endeudamiento externo y a la prefinanciación de exportaciones contemplados en la Resolución 8 de 2000. El valor fijado es de 40% del valor del desembolso liquidado a la TRM, con un término de restitución de 6 meses.

El Ministerio de Hacienda, mediante el Decreto 1801 de mayo 23 de 2007, modificó el Decreto 2080 de 2000 e introdujo el depósito a inversiones de portafolio a corto plazo provenientes del exterior, por un monto del 40% del valor de la inversión. El depósito es no remunerado, con término de restitución de 6 meses.

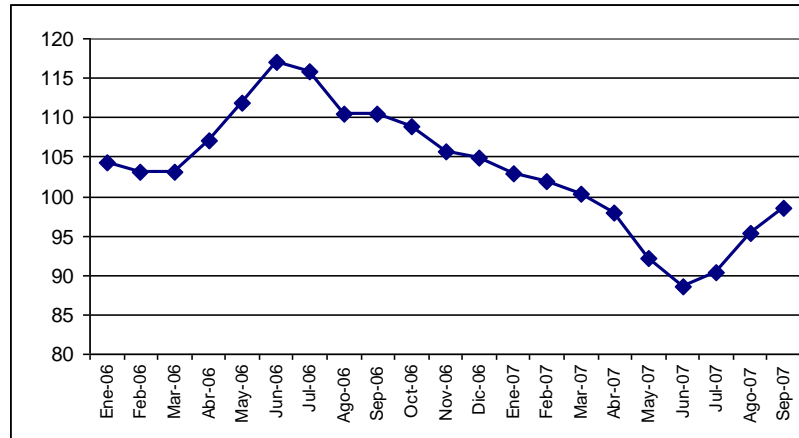
Así mismo, el Banco de la República modificó el depósito de endeudamiento externo (23 de Noviembre de 2007). Autorizó la constitución del depósito en pesos o en divisas y modificó la tabla de descuento para la redención anticipada del depósito. Autorizó la restitución del depósito el día de su constitución, una vez se pague el monto correspondiente al descuento.

Tales medidas, en concepto de los analistas, además de contradecir la política de seguridad al inversionista adelantada por el Gobierno Nacional, no fueron de utilidad para contrarrestar la apreciación del tipo de cambio, aunque también puede argumentarse que el curso del valor de la divisa podría haberse acentuado mucho más en ausencia de las disposiciones tomadas.

Para ilustrar la magnitud del fenómeno en términos del poder adquisitivo de la producción doméstica, la variable pertinente es el índice de la tasa de cambio real (ITCR), que mide la razón media de intercambio entre los bienes nacionales y los extranjeros³⁵. La apreciación del tipo de cambio real representa una pérdida de competitividad, en la medida que una unidad de bien doméstico se canjea cada vez por más unidades de bien foráneo, mostrando así que este último se produce más eficientemente. El gráfico 3 muestra la evolución de la serie mencionada.

³⁵ De las distintas mediciones de la ITCR presentadas por el Banco de la República, fue elegida la que se basa en el IPC de los veinte principales socios comerciales de Colombia.

GRÁFICO 3
Índice de la Tasa de Cambio Real 01/2006 – 09/2007



Fuente: *ibídem.*

Con respecto a la tasa nominal, la mayor semejanza se presenta en la variación entre los valores extremos de las trayectorias. Mientras que la tasa nominal en junio de 2007 equivalía al 75.67% del valor en junio de 2006, la comparación de la ITCR para los mismos meses dio lugar a una cifra idéntica. Ello significa que los demás factores que componen la tasa real, es decir la inflación doméstica y al externa, variaron en la misma medida y generaron un efecto neutro sobre la tasa nominal. Dada la sintonía entre las dos series, es de presumir que la moneda en términos de poder adquisitivo sigue apreciándose en lo corrido de 2008, en contravía del interés de exportadores y productores locales de bienes competidores de los importados.

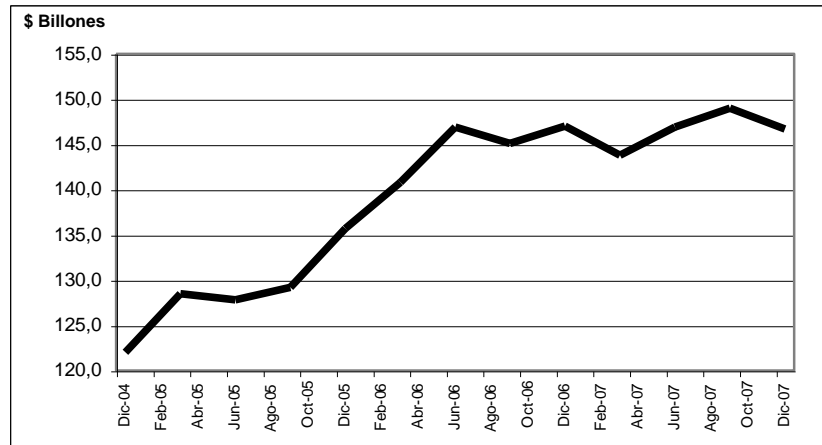
4. DINÁMICA RECIENTE DE LA DEUDA PÚBLICA DEL GNC

4.1 Tendencia de la Deuda

En el sector del Gobierno Central Nacional (GCN) es donde actualmente se concentra la mayor problemática fiscal del país, manifestada en un déficit continuado.

Durante el período diciembre/04 a diciembre/07 la deuda del Gobierno Central Nacional (GCN), valorada en pesos, manifiesta una tendencia creciente pero claramente diferenciada a partir de un punto de inflexión en junio de 2006. En la primera parte -diciembre/04 a junio/06- la deuda pasa de \$ 122.0 billones a \$146.9 billones, con una tasa de incremento promedio anual de 3.1%, para luego disminuir drásticamente esa tendencia y colocarse en el 0.2% entre septiembre/06 y diciembre/07, al incrementarse de \$145.1 billones a \$ 146.7 billones; en el último año incluso se presenta un descenso de \$0.3 billones (ver gráfico 4).

GRÁFICO 4
Evolución de la deuda Bruta del Gobierno Nacional Central

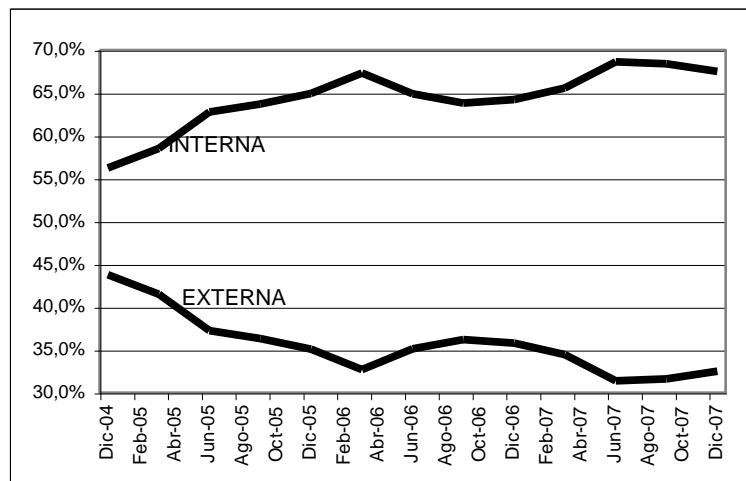


Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Dirección General de Crédito Público

4.2 Composición de la Deuda

Durante el mismo período de análisis se manifiesta un importante cambio en la distribución de la deuda al incrementarse continuamente el endeudamiento interno a la par con el menoscabo en la participación del externo. En efecto, de una distribución 56.2% - 43.8% entre deuda interna y externa en diciembre/04 se pasa a 67.5% - 32.5% en junio/07 (ver gráfico 5).

GRÁFICO 5
Distribución de la Deuda Bruta del Gobierno Nacional Central



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Dirección General de Crédito Público

4.3 Reestructuración de los pagos de la Deuda

Ahora bien, estos resultados deben evaluarse a la luz de la evolución experimentada por la tasa de cambio, ya que este solo factor puede explicar en gran parte el desempeño del total de la deuda y de su composición.

La TRM experimenta su mayor caída a partir de junio de 2006 pasando de un valor (promedio) de \$2.542.24 en ese mes a \$ 2.014.20 en diciembre de 2007, lo cual significa que por el solo efecto revaluacionista se redujo el saldo de la deuda (expresado en pesos) en el 26.2%.

El saldo de la deuda externa expresada en dólares descendió entre diciembre/04 y junio/06, momento en el cual empieza un continuado ascenso, por lo cual no se puede aseverar que los prepagos realizados a partir de entonces hayan contribuido a reducir el saldo en dólares de la deuda externa (ver tabla 2).

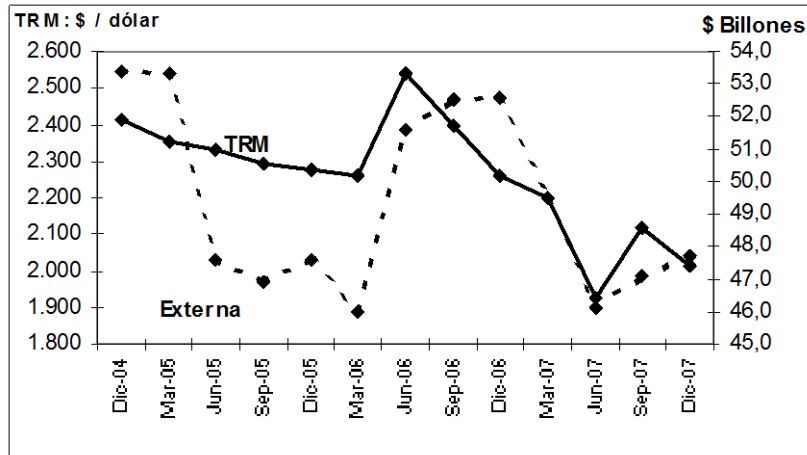
TABLA 2
DEUDA EXTERNA

Fecha	US\$ Millones
Dic-04	22,3
Mar-05	22,4
Jun-05	20,4
Sep-05	20,5
Dic-05	20,9
Mar-06	20,1
Jun-06	19,6
Sep-06	21,9
Dic-06	23,5
Mar-07	23,0
Jun-07	23,5
Sep-07	23,3
Dic-07	23,6

Fuente: Ministerio de Hacienda y Banco de la República

El gráfico 6 describe coteja el comportamiento de la deuda frente a la TRM.

GRÁFICO 6
Evolución de la TRM y la Deuda Externa



Fuente: TRM promedio mensual, Banco de la República. Deuda Externa, Ministerio de Hacienda

Se hace evidente la caída en el endeudamiento externo, paralela a la revaluación presentada. En cambio, el endeudamiento en términos de dólares no ha disminuido y sigue en ascenso, incrementándose de US\$ 19.561 millones en junio/06 a US\$ 23.652 en diciembre/07.

El incremento registrado habría sido aún mayor si no se hubieran realizado maniobras de prepago en los últimos meses, como se aprecia en las tablas 3 y 4.

TABLA 3
Recompra de bonos y créditos sindicados

Año	Millones de dólares
2005	2.276.4
2006	1.069.0
2007	851.0

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

TABLA 4
Prepago de créditos con organismos multilaterales y banca comercial

Año	Millones de dólares
2005	1.250.0
2006	589.4
2007	482.2

Fuente: Ibídem.

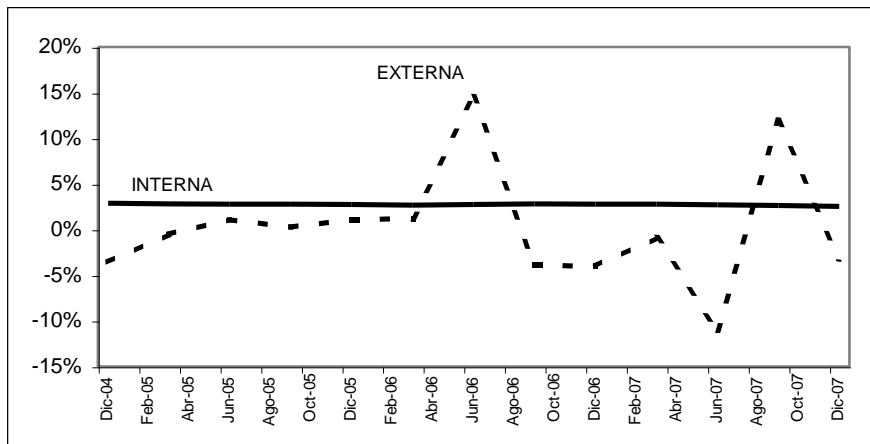
Estas cifras, en todo caso, deben ser evaluadas con cuidado ya que no siempre los prepagos se ven reflejados en disminución de los saldos. En muchas ocasiones se trata de una sustitución de deuda en la medida que la operación involucra el canje de la totalidad del monto vigente de un bono por un monto equivalente o incluso superior dentro de una nueva colocación.

4.4 El costo de la deuda

Para efectos de brindar una aproximación al costo de la deuda en que incurre el GNC fueron solicitados al Ministerio de Hacienda y Crédito Público los valores con cortes trimestrales de la tasa promedio ponderada anual de los saldos tanto de la deuda interna como externa. Esta medida, que adolece del inconveniente de no considerar los plazos de esos saldos, puede considerarse de todos modos como muy significativa para valorar los costos en que la Nación incurre por una “reacomodación” de los pasivos.

Para hacer comparable la tasa en pesos colombianos con la tasa en dólares, se ajustó esta última considerando el efecto de cambios en el precio del dólar para obtener una tasa implícita. Ambas tasas así obtenidas fueron convertidas a su equivalente en capitalización por trimestre vencido. El resultado es mostrado en el gráfico 7.

GRÁFICO 7
Tasas de Interés T.V. de la deuda pública del Gobierno Central



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos CGR

Con excepción de dos trimestres, la tasa externa ha sido negativa ya que la tasa promedio a la vista ha sido inferior a la revaluación experimentada. Durante este período la tasa trimestral externa en promedio estuvo por debajo de la interna en un 2.55%, lo que equivale a 10.59% en el año, cifra que, no obstante la diferencia en los plazos de la contratación, es muy alta e indicaría que pudo haber sido preferible no haber sustituido deuda externa por interna.

La diferencia en tasas tiende a ampliarse en razón a que el financiamiento interno está mostrando síntomas de agotamiento, los bancos vienen sustituyendo inversiones en TES por cartera de consumo, el volumen de negociaciones ha descendido y el Emisor ha jalonado al alza las tasas de interés.

No obstante, la posición del Ministerio de Hacienda sigue siendo la de sustituir deuda externa por interna para reducir la exposición de la primera frente a posibles cambios en la coyuntura internacional (tasas de cambio, intereses y restricción de liquidez).

De otra parte, en materia de los instrumentos utilizados para la captación interna de fondos, la participación de los TES dentro del financiamiento del GNC se ha venido consolidando hasta representar el 99.4% a junio/07, como se aprecia en la tabla 5. Es de advertir que además de la colocación por subasta son considerables las operaciones forzosas y convenientes mediante las que fluye liquidez de los agentes superavitarios hacia el Gobierno.

TABLA 5
Distribución Porcentual de la Deuda Interna del Gobierno Central

Fecha	Cartera con el Sistema Financiero	Bonos	Pagarés del Gobierno Nacional	TOTAL
Dic-04	2,4%	92,4%	5,2%	100,0%
Mar-05	1,6%	95,7%	2,6%	100,0%
Jun-05	1,6%	98,4%	0,0%	100,0%
Sep-05	1,4%	95,9%	2,8%	100,0%
Dic-05	1,2%	94,8%	4,0%	100,0%
Mar-06	0,8%	99,2%	0,0%	100,0%
Jun-06	0,8%	99,2%	0,0%	100,0%
Sep-06	0,8%	99,0%	0,1%	100,0%
Dic-06	0,8%	97,1%	2,0%	100,0%
Mar-07	0,6%	95,0%	4,4%	100,0%
Jun-07	0,6%	99,4%	0,0%	100,0%

Fuente: Banco de la República

5. GESTIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EN EL ESCENARIO REVALUACIONISTA

Según Carrasquilla³⁶, la evolución de la deuda bruta tuvo un comportamiento ampliamente favorable durante el periodo 2002-2005, gracias a los lineamientos planteados en el Marco Fiscal de Mediano Plazo, al pasar de representar 5.4 veces el recaudo total de un año en 2002, a 4 veces el recaudo total en 2005, para una reducción del 26% en este referente de

³⁶ Alberto Carrasquilla, *Deuda pública*, Bogotá, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, agosto 30 de 2006, Pág. 1.

Contraloría Delegada para la Gestión Pública e Instituciones Financieras
Dirección de Estudios Sectoriales

medición; a su vez, la deuda neta paso de representar el 48.1% del PIB en 2002 a 33.8% en 2005, una reducción de 14.3 puntos del PIB, lo cual indica mejoras en la capacidad de pago de la deuda.

Para Fedesarrollo los mejores resultados en las finanzas del GNC, por lo menos para el 2006, provienen de los mayores ingresos tributarios, relacionados con el buen desempeño de la economía domestica y de las importaciones, lo cual ha contribuido también en la reducción del déficit del Sector Público Consolidado y en la reducción de la relación deuda/PIB. Pese a lo anterior, inquieta a esta institución que la política fiscal del país haya tenido un comportamiento procíclico, contrario al planteamiento teórico de que la política fiscal debe adoptar un comportamiento anticíclico, para adoptar así un papel estabilizador a lo largo del ciclo económico, que permita ahorrar en épocas de alto crecimiento para usar los ahorros en las épocas de desaceleración³⁷.

Para sustentar lo anterior, Fedesarrollo indica que en 2006, mientras los ingresos totales del Gobierno crecieron 1.5 puntos porcentuales del PIB, los gastos crecieron 0.7 puntos, es decir que una buena parte de los mayores ingresos fiscales se destinaron al gasto y en consecuencia el esfuerzo en materia de ahorro fue menor al deseado. Un mayor ahorro del Gobierno reduciría sus necesidades de financiación y a su vez contribuiría a frenar la revaluación derivada de los incrementos en las tasas de interés³⁸.

En el mismo sentido se pronunció la Comisión Independiente del Gasto Publico³⁹. Según su informe al Ejecutivo, el Gobierno debe hacer un mayor esfuerzo para ahorrar y disminuir así el gasto, el déficit fiscal y el monto de la deuda, aprovechando las favorables condiciones económicas que se vienen presentando actualmente tanto en el entorno interno como en el externo⁴⁰.

Para la Comisión también se hizo evidente que el actual nivel de la deuda publica es muy elevado y los ingresos propios son insuficientes para atender el gasto gubernamental, lo cual impide reducir fácilmente el endeudamiento. En 2006 el Gobierno destinó un valor equivalente al 4% del PIB para pagar intereses de la deuda, al tiempo que obtuvo un superávit primario de 0.3% del PIB, es decir que la Nación tiene que endeudarse para pagar los intereses de la deuda actual, lo cual es a todas luces una situación indeseable⁴¹.

El informe de la Comisión señala que:

Si bien es cierto, que la situación fiscal del sector público ha mejorado en la medida en que el déficit del sector público consolidado pasó de 3.3% a 0.8% en el periodo 2002-

³⁷ Informe mensual de Fedesarrollo N° 60, *Tendencia económica*, Fedesarrollo, abril de 2007, Págs. 2 y 3 .

³⁸ *Ibíd.*

³⁹ Rodrigo Botero, Mauricio Cárdenas, Alejandro Gaviria, Armando montenegro y Gabriel rosas, *Comisión Independiente de Gasto Publico*, Bogota, mayo 20 a junio 15 de 2007.

⁴⁰ *Ibíd.*, Pág. 9.

⁴¹ *Ibíd.*, Pág. 9 y 14.

Contraloría Delegada para la Gestión Pública e Instituciones Financieras
Dirección de Estudios Sectoriales

2006, mientras el déficit del GNC paso de 7.2% a 4.5% en el mismo periodo, estos resultados están afectados por componentes cíclicos que afectan los ingresos y gastos públicos, como el actual ciclo ascendente de la economía y la mejoría en los términos de intercambio, lo que significa que el país es vulnerable a cambios adversos en estas variables, lo cual reversaría el terreno ganado en las cuentas fiscales. Por lo anterior el análisis de la sostenibilidad de la deuda debe tener en cuenta solo los factores estructurales, es decir el déficit estructural (el cual es calculado en un 5% del PIB), sin asumir que las condiciones favorables que se están presentando en el momento se van a mantener en el mediano plazo⁴².

La Comisión recomendó como metas una reducción inmediata del gasto publico, bajar la deuda a niveles menos onerosos a través de mayores superávits primarios y una política fiscal anticíclica que no haga recaer el peso del ajuste exclusivamente sobre el sector privado⁴³.

Por su parte, la CGR señala que es indiscutible que la deuda pública de Colombia viene mostrando una tendencia decreciente en los últimos años como proporción del PIB y de los ingresos tributarios⁴⁴. Los mejores indicadores de endeudamiento, aparte de la apreciación del peso entre 2003 y 2006, han provenido del sobresaliente crecimiento económico (6.8% en 2006), del incremento en el recaudo tributario de aproximadamente 20% y del leve incremento de las tasas de interés. Recalca también que estos mejores resultados obedecen a factores coyunturales y no estructurales, lo cual pone en evidencia la fragilidad de una política que se basa en situaciones temporales.

La deuda bruta del sector publico total (SPT) tuvo un incremento de \$10.4 billones (5.7%) entre 2005 y 2006, pero como porcentaje del PIB pasó de representar 63.6% a 59.8% en el mismo periodo, equivalente a una reducción de 3.8 puntos porcentuales, lo cual demuestra que en moneda local no se concretó una política de reducción del endeudamiento y que es necesario que el Gobierno realice un ajuste fiscal para que la solvencia perdure en el tiempo, tomando medidas tendientes a disminuir los riesgos asociados a incrementos en la tasas de interés, la tasa de cambio y la inflación., a través de la austeridad en el gasto que propicie una reducción de la exposición al endeudamiento⁴⁵.

Igualmente considera la CGR que los saldos de deuda interna se incrementaron proporcionalmente a la reducción de la deuda externa y más aún, el Gobierno aprovechó el espacio fiscal y financiero generado para contratar mas deuda⁴⁶. Destaca también que la

⁴² *Ibíd.*, Pág. 15 a 17 y 19.

⁴³ *Ibíd.*, Pág. 18 a 20.

⁴⁴ Contraloría General de la Republica, *La situación de la deuda publica colombiana 2006*, Bogota, Contraloría General de la República, 2007.

⁴⁵ *Ibíd.*, Pág. 7 - 9.

⁴⁶ *Ibíd.*, Pág. 10.

mayor parte del ajuste fiscal y financiero registrado lo pusieron las entidades territoriales, especialmente los departamentos⁴⁷.

En síntesis, aparte de la versión oficial existe un alto grado de consenso en cuanto a que el Gobierno no ha aprovechado el ciclo expansivo de la economía para generar ahorro público y disminuir el déficit fiscal y la deuda de modo apreciable.

CONCLUSIONES

La deuda pública es un fenómeno abordable desde distintos frentes, tanto teóricos como aplicados, lo cual a menudo dificulta el diálogo efectivo entre los actores encargados de su manejo y quienes se ven afectados por su volumen y su costo. Así por ejemplo, al mismo tiempo que se argumenta un descenso en los compromisos externos respecto de su proyección gracias a una tasa de cambio más elevada, también se expone la sensibilidad ante cambios en el entorno que pueden comprometer la sostenibilidad fiscal.

De este modo, las distintas mediciones y dimensiones del problema del endeudamiento público merecen atención particular aplicadas al pronunciamiento específico que se desea realizar. Si se está haciendo referencia a la coyuntura, es evidente que el costo del servicio de la deuda ha sido afectado por la revaluación, pero si se piensa en términos prospectivos, es entendible que una situación como la actual no tiene carácter permanente en virtud de la limitación del mercado interno de deuda para crecer, la alteración de la economía por las tasas de interés y sobre todo por la necesidad de controlar la inflación.

El hecho de que la proyección de la variación en los precios al consumidor no se haya cumplido demuestra el esfuerzo del Banco de la República en cuanto a la contención de la revaluación por vía de la compra de divisas. Aún las medidas para el control de capitales con el paso de los meses han demostrado una capacidad limitada para controlar el flujo de capitales externos, de suerte que el Gobierno requiere una cuidadosa revisión de su condición financiera estructural, de modo que en conjunción con las disposiciones del Emisor le sea posible acometer con mayor éxito los shocks del panorama internacional.

⁴⁷ *Ibíd.*, Pág. 9 y 11.

Contraloría Delegada para la Gestión Pública e Instituciones Financieras
Dirección de Estudios Sectoriales

BIBLIOGRAFÍA

Arango Londoño, Gilberto, *Estructura Económica Colombiana*, décima edición. Bogota, Mc Graw Hill, 2005.

Blanchard, Oliver y Pérez Enri, Daniel, *Macroeconomía: teoría y política económica con aplicaciones a América Latina*. Buenos Aires, Pearson - Prentice Hall, 2000.

Carrasquilla Barrera, Alberto, “Financiación del sector publico”, en *Estabilidad y Gradualismo: ensayos sobre economía colombiana*. Bogota, TM Editores y Banco de la Republica, 1999.

Contraloría General de la Republica, *La situación de las finanzas del estado y deuda publica 1998*.

Contraloría General de la Republica, *La situación de la deuda publica colombiana 2006*.

Gómez Ricardo, Jorge, *Presupuesto Publico Colombiano: Instrumento para la Orientación de la Política Económica Financiera*. Bogota, Universidad Externado de Colombia, 1998.

Sachs, Jeffrey D. y Larraín B., Felipe, *Macroeconomía en la Economía Global*. México, Prentice Hall Hispanoamericana, S.A., 1994.

Samuelson, Paul A. y Nordhaus, William D., *Economía*. Madrid, Mc Graw Hill, 1999.

Stiglitz, Joseph E., *La Economía del Sector Público*. Antoni Bosch, 1988.

Villar, Leonardo y Rincón, Hernán, *Flujos de capital y regímenes cambiarios en la década de los noventa*. Bogota, Banco de la Republica, 2000.