

**Capítulo 7**  
**El Estatuto**  
**Cambiario, y**  
**la política de**  
**endeudamiento**  
**externo**

---

**Alberto Carrasquilla B.**

Esta recopilación se vio beneficiada por las sugerencias de José Antonio Ocampo y los comentarios de Hernando José Gómez, Jorge Alberto Jiménez, Alejandro López, Adolfo Meisel, Fernando Montes y Roberto Steiner. Las limitaciones y puntos de vista son responsabilidad del autor.

## Introducción

La cuenta de capitales de la balanza de pagos fue fuente importante de inestabilidad cambiaria durante los años sesenta, y la administración Lleras Restrepo, como queda claro de los capítulos precedentes, fue enfática en abogar por mayores controles en los flujos internacionales de capital, en general, y en su composición en particular. En este segundo aspecto, el mismo presidente Lleras insistió en defender el endeudamiento externo de largo plazo, tanto con destino al sector privado como con destino al sector público, por encima de modalidades alternativas de financiación externa, tales como la inversión extranjera directa y los flujos de corto plazo<sup>36</sup>. Dichas modalidades eran vistas como potencialmente desestabilizadoras, mientras que el endeudamiento externo de largo plazo ofrecía la posibilidad de estabilidad cambiaria.

El conjunto de la preocupación sobre el financiamiento externo en estos años se debe entender como un desarrollo coherente con la concepción cepalina del crecimiento económico. De acuerdo con este enfoque, las economías de la periferia adolecen de una escasez estructural de ahorro local respecto de los requerimientos de la inversión requeridos por el proceso de desarrollo. Ante este cuello de botella, la transferencia de ahorro del resto del mundo hacia la región es una estrategia necesaria, siempre y cuando las condiciones financieras y políticas igualen, en el margen, los costos y beneficios asociados con ella.

En este sentido, el endeudamiento de largo plazo minimizaba el riesgo de interrupciones súbitas en los flujos de capital, al contratarse en unas condiciones financieras favorables y con un alto grado de estabilidad, beneficiando a los agentes involucrados. Minimizado dicho riesgo, se eliminaba virtualmente uno de los más importantes componentes del costo macroeconómico asociado con los flujos de capital. En la práctica, por supuesto, la disponibilidad de

<sup>36</sup> Véase al respecto el mensaje del presidente Lleras al Congreso de la República de 1967, o la síntesis del mismo preparada por Alejandro López en el capítulo 1 de este volumen.

este tipo de empréstitos no siempre ha correspondido con los requerimientos del país, si bien nos han permitido alcanzar una posición privilegiada en la región en cuanto a perfil y composición por fuente, como se verá más adelante.

En este capítulo se estudia con algún detalle la relación entre el Estatuto Cambiario y la política de endeudamiento externo durante los últimos veinte años. En la segunda parte se discute lo que el Decreto-Ley 444 contempla en este frente y en la tercera parte se analiza lo que ha sido la política de endeudamiento en estos años.

## **7.1 Normas cambiarias reguladoras del endeudamiento externo**

Siendo una de sus principales funciones el control de los flujos de endeudamiento externo, el Estatuto crea la Oficina de Cambios adscrita al Banco de la República (artículo 24), ante la cual se deben registrar todos los empréstitos (artículo 213), con el fin de obtener posteriormente el derecho a giro tanto de intereses como del principal.

La Oficina de Cambios, de otra parte, informa periódicamente a la Junta Monetaria sobre la evolución de los mismos (artículo 137). A su vez, esta última fue dotada de amplias facultades en cuanto al manejo y regulación cambiaria del endeudamiento externo privado y público.

En el caso de la deuda privada, el Estatuto mismo establece tres tipos de endeudamiento en los artículos 128, 131 y 132. Adicionalmente, existen mecanismos a través de los cuales tanto el sector privado como el público pueden endeudarse en moneda extranjera a través del sistema financiero, incluido el Banco de la República. A continuación, entramos a precisar estos aspectos.

### **7.1.1 Deuda privada**

El sector privado ha tenido desde 1967 cinco esquemas de endeudamiento externo de corto y largo plazos. De otra parte, la composición entre deuda de corto y de largo plazos ha oscilado en grado importante, en buena medida como respuesta a las diversas políticas seguidas.

El endeudamiento de corto plazo, principalmente con fines comerciales, ha constituido el grueso del saldo total de la deuda externa privada en Colombia. Este tipo de endeudamiento se establece directamente por parte del importador o exportador con su socio comercial o proveedor, o con el sistema financiero externo (artículo 132) o indirectamente a través del sistema financiero nacional. Los préstamos de mediano y largo plazo se contratan para capital de

trabajo en moneda nacional (artículo 128), o para inversión en grandes proyectos de interés económico y social (artículo 131).

El crédito a través del sistema financiero nacional, sin incluir los empréstitos de los Fondos Financieros que administra el Banco de la República con fines de redescuento, ha sido el rubro de mayor importancia durante todo el período. A través de estos últimos se ha canalizado buena parte de las líneas de crédito concedidas por el Banco Mundial y el BID y otras agencias de desarrollo para los sectores Industrial y Agropecuario. El crédito contratado directamente con el sistema financiero internacional por parte del sector privado se registra bajo el artículo 132. Esta deuda es también de corto plazo, de índole comercial y con importancia creciente desde 1980. Los empréstitos de este tipo son especialmente atractivos cuando los establecimientos ofrecen créditos de bajo costo respecto de la alternativa ofrecida por el sistema local o por los proveedores. Aunque no existen estudios detallados al respecto, las bajas tasas de interés externas imperantes hacia mediados de los setenta, pudieron haber inducido un mayor endeudamiento dado el menor riesgo percibido en tipos de interés externos y en devaluación de la tasa de cambio. Por otra parte, el crédito directo por parte de proveedores es relativamente pequeño en Colombia y tampoco ha sido materia de estudios detallados.

En cuanto a los préstamos de mediano y largo plazos, el Estatuto tiene previstas dos posibilidades de registro. La primera, a través de empréstitos del artículo 128, los cuales se destinan a gastos en moneda local y tienen, por ende, efecto monetario inmediato.

En segundo lugar, los préstamos del artículo 131 que se destinan al montaje de proyectos de interés económico y social, se contratan para pagos en moneda externa y carecen por tanto de efecto monetario directo. Estos rubros han presentado una dinámica más relacionada con la actividad económica que con diferenciales en tasas de interés, aunque este factor ha jugado un papel importante al implicar sustitución entre fuentes internas y externas de financiación de proyectos de inversión. Enfrentados con la alternativa de contratar sus créditos externos de corto plazo directa o indirectamente, es natural que a lo largo del período haya habido cambios importantes en cuanto a la composición. Analizando la década de los setenta, Perry, Junguito y De Junguito (1981) anotan: “Se han observado desplazamientos entre las diferentes actividades financiadas dependiendo del grado de control de cada una [...]”.

En el caso del financiamiento de la actividad importadora, el rubro más importante en el endeudamiento privado externo, y refiriéndose al mismo período, Jaramillo y Montes (1978) anotan: “La composición de la deuda para importaciones según sus orígenes muestra cambios significativos en tres oportunidades, [que se asocian con] cambios en las políticas de control al financiamiento externo”.

Así, en ambos trabajos se argumenta que el manejo del costo para los bancos locales de otorgar crédito en moneda extranjera, fue determinante de las alteraciones anotadas. El factor crucial fue el manejo de los encajes e inversiones forzosas aplicables a las exigibilidades externas. Es importante anotar que las tasas de interés y el tipo de cambio no fueron utilizados con el fin de lograr alteraciones en el esquema de financiamiento por razones de asignación de los instrumentos de política económica (Jaramillo y Montes, 1978). Sarmiento (1978), refiriéndose al período 1976-1978, afirma:

[La devaluación] Era un manejo que difícilmente se podía justificar en esa coyuntura (1977-1978). Implicaba, por una parte, un aumento de los precios relativos a las importaciones [...] factor adicional de empuje de costos y por otra [...] ampliaba la demanda agregada y reducía el abastecimiento interno. Otra alternativa que consistía en fijar la tasa de interés interna a los niveles internacionales, entraba en conflicto con la política monetaria”.

Durante la segunda parte de los años setenta se creó un diferencial de interés que estimuló la entrada de capitales vía la cuenta de servicios, la sobrefacturación de exportaciones y la subfacturación de importaciones, lo cual implicaría mayores disponibilidades de crédito externo entre 1975 y 1981 para el sector privado, que aquellos niveles oficialmente registrados.

En cuanto a las facultades con las cuales fue dotada la Junta Monetaria para el manejo y la regulación cambiaria del endeudamiento externo privado, vale la pena señalar que durante los últimos veinte años esta ha hecho uso de una amplia gama de mecanismos de acuerdo a la coyuntura externa. En épocas de bonanza estos van desde el establecimiento de plazos máximos de giro (Res. 76/72, 17/76 y 43/77), la suspensión del registro de nuevos créditos (Res. 22/73 y 14/76) hasta la posibilidad de efectuar prepagos (Res. 59/73, 57/75) y de registrar deudas vencidas para su servicio a través de las reservas internacionales (Res. 9/77). Así mismo, en épocas de penuria de divisas la Junta ha facilitado el endeudamiento privado a través del relajamiento de las condiciones financieras mínimas (Res. 73/74), la aplicación del destino del crédito externo (Res. 7/75, 31/75) e incluso ha llegado a apoyar los planes de inversión del Gobierno a través del endeudamiento de sus socios contratistas (Res. 29/76, 14/79). Finalmente, durante la recesión de los primeros años de la década de los años ochenta, la Junta Monetaria facilitó la relación de algunas empresas privadas con sus acreedores externos a través de la concesión de prórrogas para la cancelación de obligaciones (Res. 14/80 y 30/80), llegando inclusive a crear el mecanismo que fue determinante para que algunas empresas logaran

refinanciar los créditos contratados durante los años de mayores restricciones a los flujos de capital (Res. 33/84).

### 7.1.2 Deuda pública

A diferencia de otros países latinoamericanos, la deuda pública externa ha constituido el componente más importante dentro del saldo total de la deuda externa colombiana a lo largo de los veinte años de vigencia del Decreto-Ley 444, aproximadamente las 2/3 partes. En 1970, por ejemplo, representaba el 59,3% y en 1986, aproximadamente el 77,9%. Del total, la deuda del gobierno central representó la mitad aproximadamente entre 1967 y 1980 y ha caído desde ese entonces hasta representar el orden de 35% en el presente. La pérdida de importancia relativa del Gobierno Nacional Central ha sido compensada por las entidades descentralizadas (sobre todo las del sector eléctrico y minero) del orden nacional, las cuales incrementan su participación del 20% entre 1970 y 1980 a un 35% en la actualidad.

La deuda pública de largo plazo, de otra parte, constituye actualmente alrededor del 85% del total de la deuda total de largo plazo. En cuanto a las condiciones de contrataciones, hasta 1972 el período de amortización promedio para las contrataciones de crédito público externo era superior a los 22 años. Entre 1973 y 1977 cae a 16 y desde entonces es inferior a los catorce años.

Esta reforma se explica por un cambio en las fuentes de financiación y la evolución misma de los mercados internacionales de capital. Por un lado, a comienzos de la década de los años setenta las fuentes bilaterales (léase AID) representaban el 50% de la deuda pública externa. Tratándose de deuda de tipo concesional, sus características financieras involucraban largos períodos de amortización y tasas de interés reales negativas. De otra parte, las fuentes privadas (bancos comerciales y proveedores) otorgan sus créditos con períodos de repago cada vez menores<sup>37</sup>.

La deuda externa pública está reglamentada por los artículos 138-143 del Decreto-Ley 444 de la siguiente manera: la deuda de mediano y largo plazos, independientemente de su fuente, debe registrarse ante la Oficina de Cambios (artículo 139). Los giros, de otra parte, se autorizan en el artículo 141. La deuda de corto plazo no tiene requisitos de registro y se somete al “régimen normal de pago por importaciones” (artículo 140) con contra-

<sup>37</sup> Para una descripción más detallada, véase Jiménez (1986).

partida en las reservas internacionales, más específicamente con base en la cuenta especial de cambios (artículo 142). A diferencia de la deuda privada, existe amplia información sobre la deuda pública en materia de fuentes y usos, condiciones financieras y prestatario específico.

A lo largo de los años de vigencia del Estatuto ha existido una estrecha vinculación entre el endeudamiento público y la naturaleza de la política macroeconómica global, esto es, entre la dinámica de la deuda pública y la manera como se percibe la relación entre crecimiento y estabilidad. Específicamente, la inversión gubernamental ha estado condicionada de manera bastante regular por el crédito externo. Esta relación es hecha explícita en diversos trabajos<sup>38</sup>. Caballero (1981) anota al respecto: “La conclusión no es sorprendente. Es claro que el ahorro propio del Gobierno Nacional no es suficiente para financiar la inversión pública, por lo cual, si se desea incrementar esta última, hay necesidad de recurrir al crédito externo”.

Resulta claro que este tipo de diagnóstico no contempla la posibilidad de que la financiación del gasto público, en general, se produzca mediante la generación de un impuesto inflacionario, al menos durante ciertos períodos, como lo sugieren Gómez y Thoumi (1986):

Es claro que los resultados del modelo [de Perry et al.] no apoyan las afirmaciones respecto a que el volumen de financiamiento externo contratado o desembolsado ha determinado el volumen de la inversión pública en Colombia. La inestabilidad de los coeficientes al modificar los períodos cubiertos y ajustar por la autocorrelación encontrada indica que durante diversos períodos el financiamiento externo ha tenido diferente impacto sobre la inversión pública, y que esta es bastante inelástica tanto a cambios en el PIB como a los desembolsos de la deuda, lo que resalta la importancia de las decisiones de política económica del Gobierno.

Este análisis indica que el Gobierno ha podido en varias circunstancias modificar de manera independiente y dentro de cierto rango, tanto la inversión pública como el volumen y los usos del financiamiento externo.

Lo que sí es bastante generalizado en el país es la aceptación de una estrecha relación entre endeudamiento y gasto público, de un lado, y de una asociación positiva entre deuda externa y ahorro interno público.

<sup>38</sup> Algunos de los estudios más relevantes son los siguientes: Ospina (1979), Perry et al. (1981), Caballero (1981), Villar (1983), Ocampo et al. (1986), Perry y Cárdenas (1986).

Cuando existen presiones monetarias, empero, el gasto público se ajusta en Colombia, y esto principalmente mediante recortes en el nivel de inversión, lo cual conlleva además un efecto contraccionista directo, relacionado con la reducción del gasto agregado. Esto es especialmente claro durante la bonanza cafetera de la segunda mitad de la década de los setenta.

De esta forma, la naturaleza anticíclica que *de facto* ha presentado en la economía colombiana el gasto público y en especial el gasto de inversión, determina hasta 1983 la dinámica de la deuda externa pública. Posteriormente, las limitaciones de la oferta internacional de capitales son las que determinan en mucho, tanto la dinámica del endeudamiento oficial, como buena parte de la política macroeconómica en general.

## **7.2 Fases en el endeudamiento externo colombiano**

### **7.2.1 Introducción**

En esta parte del capítulo se reseñan los más importantes estudios referidos a la evolución de la deuda externa colombiana entre 1967 y 1986. Existe en ellos un consenso más o menos generalizado en el sentido de distinguir la política y la evolución del endeudamiento externo en cuatro períodos diferentes: a) el primero de ellos culmina en 1973 y se caracteriza por una evolución importante de la deuda, tanto pública como privada; b) la segunda fase comprende los años 1974-1978, en los cuales la tasa de crecimiento del saldo se reduce significativamente; c) el tercer período abarcaría los años 1979-1982, en los cuales la deuda crece a ritmos muy elevados con condiciones financieras y fuentes claramente diferentes de los que habían sido tradicionales en el país hasta ese entonces; d) finalmente, entre 1983 y 1986 la dinámica de la deuda externa se enfrenta con importantes restricciones por el lado de la oferta, las cuales implican un nuevo cambio en la naturaleza de su evolución.

Un resultado interesante que surge de estudiar las cifras del saldo de la deuda externa colombiana es el hecho de que, en los distintos períodos, el endeudamiento privado y público se mueven de manera relativamente armónica a lo largo de las cuatro fases descritas.

### **7.2.2 Consideraciones generales**

Desde el punto de vista de la demanda, los determinantes de la deuda pública son esencialmente diferentes de aquellos de la deuda privada. Como se sugirió al inicio de este capítulo, para la primera el monto del endeudamiento externo

constituye el residuo entre la inversión pública deseada y el ahorro propio del Gobierno, sujeto por lo general a consideraciones de estabilidad monetaria.

Para la segunda, de otra parte, el endeudamiento externo ha constituido fundamentalmente una decisión sobre la composición y costo de los pasivos, dados unos requerimientos de financiación en lo fundamental ligados con la dinámica de la actividad económica.

En el caso de la deuda pública, por tanto, existe cierta correspondencia entre las políticas seguidas y la filosofía general del Estatuto Cambiario, de acuerdo con la cual economías como la colombiana adolecen de deficiencias estructurales en cuanto a su capacidad de generación de ahorro y, por ende, con una brecha interna que limita las posibilidades de inversión y crecimiento (al respecto véase la síntesis de Sarmiento, 1977). Adicionalmente, también ha tenido mucha importancia el peso relativo que los diversos gobiernos han asignado a la estabilización. Es muy interesante, en este sentido, resaltar cómo en la mayoría de los estudios se separan claramente las diversas administraciones en cuanto al manejo del endeudamiento. Esto sugiere que el entorno político en el cual se resuelve la dicotomía crecimiento estabilidad y por ende los lineamientos de manejo de la deuda externa pública, es también un factor de suma importancia.

En la evolución de la deuda privada, tienen gran importancia los diferenciales en tasas de interés internas y externas, ajustados por el ritmo de devaluación esperada<sup>39</sup>. Esto hace que exista siempre una correspondencia, al menos potencial entre las políticas cambiaria y monetaria, de un lado, y la dinámica del endeudamiento privado, del otro. El control de cambios no siempre implica ausencia de mecanismos de arbitraje, entre otras cosas, por la posibilidad de que incentivos lo suficientemente importantes<sup>40</sup> conlleven infracciones al mismo. Esto es claro a partir de 1975, cuando el diferencial empezó a ser importante debido a la sobrevaluación del tipo de cambio y a la reducción de las tasas internacionales de interés. Esto implicó que, si bien con la misma forma general, entre 1974 y 1982 la deuda privada creciera más rápidamente que la

<sup>39</sup> Esto se puede visualizar de la siguiente manera: sea  $i(x)$  un indicador del costo para el agente en cuestión de obtener crédito internamente, esto es, de la tasa de interés interna, las comisiones, los costos de búsqueda, etc. Sea, de otra parte,  $i(y)$  el mismo indicador referido al costo del crédito externo. Finalmente, sea  $e$  un indicador del ritmo de devaluación relevante en la decisión, el cual se puede referir, evidentemente, a la devaluación esperada. En ausencia de restricciones administrativas, o bajo el supuesto de que las mismas están implícitas en  $i(x)$ , el agente optará por endeudarse en el exterior siempre y cuando:

$$i(x) = i(y) + e$$

Jaramillo y Montes presentan un cálculo del diferencial para los años 1971-1977.

<sup>40</sup> Esto es, para el caso en el cual la tasa externa sea lo suficientemente ventajosa respecto de la tasa interna corregida por devaluación.

deuda pública. El papel de la sobrevaluación, valga insistir, fue determinante en la gestación de las diversas crisis de endeudamiento observadas en Latinoamérica, a partir de mediados de los setenta (véase Dornbusch, s. f.) y sin duda jugó un papel de importancia en el caso colombiano.

### **7.2.3 Antecedentes**

Durante la administración Lleras Restrepo, el ritmo de endeudamiento externo se acelera notablemente respecto de lo que había sido característico en el país durante los años inmediatamente anteriores. Gran parte de este endeudamiento, tal y como había de ser predominante en años subsiguientes, se canalizó hacia la expansión del gasto público. Entre 1960 y 1962 las contrataciones se aceleran notablemente; pasando de US\$ 50,5 millones corrientes a US\$ 273,7 millones. Esto implicó que para 1962 el saldo creciera en 32%, cifra jamás igualada en las décadas subsiguientes. Entre 1963 y 1965 las contrataciones crecen de manera continua, aunque a ritmos moderados. El saldo pasa en este período de 509 millones a 649 millones de dólares corrientes. En 1966 las contrataciones son las más bajas desde 1960, aunque los desembolsos, en gran medida por los rezagos asociados con las altas contrataciones anteriores, llegan a ser más altos en lo transcurrido de la década. Mientras que entre 1963 y 1965 el saldo de la deuda externa pública pasa de US\$ 509 millones a US\$ 649 millones en términos corrientes, o sea, una tasa nominal de crecimiento del 8% anual, entre 1966 y 1970 crece a una tasa del 12%, llegando en este último año a un nivel de US\$ 319 millones.

El comportamiento de las contrataciones de deuda externa por parte del sector público colombiano durante los años sesenta fue bastante más irregular que el de los años setenta, siendo a la vez causa y efecto de las crónicas crisis de balanza de pagos.

Las fuentes de financiación son bastante homogéneas a lo largo de la década de los años sesenta. En el caso de la deuda pública, por ejemplo, de los US\$ 2.049,8 millones contratados entre 1960 y 1969, US\$ 1.318, o sea el 64,3%, corresponden a préstamos por parte de tres entidades, el BIRF, el BID y la AID.

### **7.2.4 Recuperación del acceso al mercado internacional de capitales: 1967-1973**

Tras la crisis cambiaria de 1966, hubo un proceso gradual de normalización de la cuenta de capitales colombiana, en el cual los diversos agentes económicos asimilaban los cambios introducidos y en el cual se especificaron también

modificaciones correctivas al régimen cambiario. Por ello lo sucedido entre 1967 y 1969 se debe estudiar con extremada cautela.

En 1967, el sector público contrata US\$ 227 millones y recibe desembolsos por US\$ 175 millones. Las contrataciones suben en grado importante entre 1968 y 1969 a US\$ 303 y US\$ 340 millones respectivamente, mientras que los desembolsos, a su vez, pasan a US\$ 211 y US\$ 215 millones respectivamente. Esto lleva a que el saldo de la deuda crezca hasta representar US\$1.135 millones en 1969, habiendo crecido a un ritmo superior al 15% anual en términos corrientes entre 1967 y 1969.

La mayor parte de este endeudamiento se contrata con dos organismos multilaterales (BIRF, BID) y con la AID. De hecho, el 71% de las contrataciones entre 1967 y 1969 se hicieron con estas tres entidades.

Para 1970, el saldo total de la deuda externa era de US\$ 1.776 millones en términos corrientes, aproximadamente el 25% del PIB. Entre 1970 y 1972 el saldo de la deuda se incrementa en 15% anual nominal, o sea entre un 8% y un 10% en términos reales, muy por encima del crecimiento global de la economía, razón por la cual, ya para 1972 el saldo representaba una cifra del orden del 27% del PIB. Dicho incremento se explica tanto en decisiones privadas como en “lineamientos” respecto de las contrataciones oficiales, aunque la deuda pública crece a un ritmo algo más alto. Esto lleva a diversos analistas a concluir que el crecimiento observado corresponde, en lo fundamental, a los mayores niveles de inversión deseada por parte del sector público durante los primeros años de la administración Pastrana. Perry et al. (1981) anotan sobre esto: “[La administración Pastrana] ejecutó un nivel anual real de inversión pública entre 1970 y 1973 muy superior al promedio del cuatrienio anterior, con un aumento importante en la contratación de crédito externo para el sector público”.

En efecto, como más tarde sería señalado por la misión Bird-Wiesner (véase Misión de las Finanzas Intergubernamentales, 1981) entre 1971 y 1973 el crédito externo financió alrededor del 36% de la inversión pública, de por sí alta con respecto a las tendencias históricas.

Entre 1970 y 1973 la naturaleza de las contrataciones se modifica. Las tres entidades más importantes (BIRF, BID y AID) reducen su participación del 71% entre 1967 y 1969 al 58% entre 1970 y 1973. La diferencia se explica en gran parte por la creciente importancia de la banca comercial, en particular en 1973, cuando representa el 35% de las contrataciones totales, así como por la pérdida de importancia de la AID, la cual en 1973 representa apenas el 3% de las contrataciones, habiendo sido en la década anterior el mayor prestamista que tenía el país.

El notable crecimiento en el saldo de la deuda (140%) se produce en un momento de déficit corriente de la balanza de pagos y fue tan importante, que

incluso permitió una acumulación de reservas por US\$ 425 millones entre 1970 y 1973. Precisamente esta acumulación de activos internacionales contribuyó a que, para 1974, se empezaran a sentir presiones inflacionarias importantes, las cuales implicaron una alteración de las prioridades de la política económica, restringiéndose el endeudamiento externo. Algunos analistas, en efecto, anotan que en 1974 se inicia una fase de estabilización que se prolonga hasta finales de la década, con importantes implicaciones para el manejo del endeudamiento externo. De hecho, un manejo más restrictivo, al menos para la acumulación de deuda privada, se empieza a sentir desde 1971, como es evidente al analizar la dinámica del encaje sobre exigibilidades externas de los bancos; de cero pasan al 18% en 1971 y al 25% en 1972. Jaramillo y Montes (1978) anotan:

Desde comienzos de la década de los setenta se impusieron limitaciones a la financiación en moneda extranjera. La Resolución 53 de 1970 estableció un tope de 6% semestral al crecimiento de estas operaciones. En 1971 a través de la Resolución 15 se impusieron los primeros encajes, 5%, sobre exigibilidades externas de los bancos, los cuales fueron elevados a finales de ese mismo año al 18% (Resolución 85), y de nuevo en mayo de 1972 (Resolución 37) al 25%. Durante 1972 se limitaron los plazos de créditos de importación a seis meses para bienes de utilización inmediata y a un año (prorrogable) para bienes de capital (Resolución 76). En 1973 se dieron los primeros pasos encaminados a sustituir financiaciones externas de importaciones colombianas por recursos internos, creándose cupos en el Banco de la República destinados para tal fin (resoluciones 9, 51 y 75 de 1983 y 10 de 1984). En 1974 se establecieron encajes diferenciales sobre deudores varios en moneda extranjera, penalizando con tasas más elevadas a aquellas instituciones que mostraran aumentos significativos en estos rubros (Resolución 79/83). Esta medida fue reforzada posteriormente (Resolución 62/74) para evitar que a través de operaciones contables se evadiera el encaje, y luego la base de cómputo del mismo fue trasladada a noviembre de 1974 (Resolución 71/74).

### **7.2.5 Bonanza cafetera y menor crecimiento del endeudamiento externo: 1974-1978**

Durante estos años el saldo de la deuda externa colombiana crece a ritmos muy inferiores a los observados tanto en la fase precedente como en los años subsiguientes, contrariamente a lo que sucedió en otros países de la región, cuando comienza el reciclaje de petrodólares (OPEP) (Jiménez, 1986). En términos corrientes, el saldo total de la deuda externa colombiana pasa de US\$ 3.120 millones en 1974 a US\$ 3.997 millones en 1978, o sea un ritmo

nominal de 6% anual. En términos del PIB, el saldo pasa de representar el 26% en 1973 a representar el 20% en 1978. De la misma forma que en el período precedente, la deuda pública crece algo más rápido que la privada, de tal manera que, al finalizar esta fase, representa el 75% del saldo total. El menor crecimiento del endeudamiento privado tiene que ver, por el lado de la oferta, con el encarecimiento del crédito, inducido en gran parte por una política económica que procuró incentivar el endeudamiento interno del sector privado, en contra del endeudamiento externo. Por el lado de la demanda, hubo alguna restricción en el sentido de encarecer el endeudamiento comercial mediante la utilización de los plazos de giro y los depósitos previos. Al respecto, Jaramillo y Montes (1978) anotan:

Hacia finales de 1975, cuando ya se preveía el influjo de divisas que ocasionaría la elevación en las cotizaciones internacionales del café, se adoptaron nuevamente medidas tendientes a desestimular el endeudamiento. La mayoría de ellas [...] estuvieron dirigidas a la demanda de recursos externos [...]. Las restricciones impuestas a la demanda de crédito en moneda extranjera para las importaciones, han estado fundamentalmente dirigidas a acelerar los pagos por las mismas, con lo cual, para un ritmo de importaciones dado y un diferencial entre tasas internas y externas de interés constante, se reduciría el monto de la deuda. Desde comienzos de la presente década se tomaron medidas encaminadas a acelerar los giros. Así, por ejemplo, a través de la Resolución 56 de 1970, se eximía del depósito provisional de la Resolución 53/64, a las importaciones que se pagaran dentro de un término no mayor de veinte días de la fecha de embarque. Así mismo, la Resolución 52/72 descongeló depósitos previos de importación siempre que el valor liberado fuera utilizado para pagar en forma inmediata al exterior. Igual propósito tuvieron las Resoluciones 70 y 75 de ese mismo año.

En 1973 se adoptó un nuevo mecanismo encaminado a acelerar los giros. El sistema, contenido en varias resoluciones de ese año, ha sido el utilizado (con algunas variantes) desde entonces para inducir pagos rápidos. Dichas resoluciones establecieron que cualquier proporción de los depósitos provisionales (Resolución 53/64) podría ser utilizada, en cualquier momento, para girar al exterior. La Resolución 60 estableció una consignación anticipada mínima por el valor del 35% del registro de importación, la cual podía utilizarse para realizar giros al exterior en forma inmediata, quedando estos exonerados de los depósitos del 100% establecidos por la Resolución 43/73. De este sistema quedaron excluidas las importaciones provenientes de países del Grupo Andino, y del depósito del 100% aquéllas que se hicieran a través del sistema de giros anticipados o dentro de los treinta días siguientes a la nacionalización (Res. 65/73). A los títulos de consignación del 35% se les dio

validez de seis meses al cabo de los cuales, si el importador no había hecho uso de ellos, serían liquidados a la tasa de cambio vigente al día de la consignación. Se penalizaba con el riesgo cambiario a aquellos importadores que no hicieran sus pagos en forma oportuna (Res. 72/73). A comienzos de 1974 se elevó del 35% al 40% esta consignación (Res. 5), y en marzo de ese mismo año se impusieron plazos máximos para girar: seis meses para bienes de utilización inmediata y un año para bienes de capital (Res. 14). Se exigieron garantías con cláusula penal para el cumplimiento de estos plazos. En mayo se ampliaron a nueve meses y tres años respectivamente, según el tipo de bien. Este relativo relajamiento de los controles a la demanda por crédito externo se aplicó así mismo a la oferta y se debió a que, ante la caída de las reservas internacionales durante el año, las autoridades consideraron oportuno permitir un mayor ritmo de endeudamiento. El resultado durante 1974 fue un incremento en la deuda, generado a través del sistema financiero, cercano al 80%. En octubre, sin embargo, fueron de nuevo rebajados a seis meses los plazos para giros correspondientes a bienes de utilización inmediata (Res. 71/74) y durante el año 1975 se redujeron paulatinamente las consignaciones previas, para finalmente ser eliminadas a comienzos de 1976. Esta tendencia se invirtió hacia mediados del segundo semestre de 1976, cuando el creciente influjo de divisas cafeteras ya presentaba serios problemas monetarios. La reanudación de controles a la demanda coincidió con el mismo fenómeno por el lado de la oferta, y explica en gran parte la disminución en el ritmo de crecimiento de la deuda desde finales de 1976. Las medidas adoptadas durante esta época restablecieron la constitución de depósitos aplicables a giros. En caso de que las importaciones no se pagasen dentro de los plazos previstos, los depósitos mencionados no podían ser utilizados para girar al exterior, y serían congelados por dos años a la tasa vigente el día de su constitución. Se exceptuaron de ese régimen varios tipos de importaciones, dentro de las cuales merecen destacarse los alimentos de consumo directo y los bienes de capital. Estos depósitos fueron inicialmente de 10% (Res. 53/76), pero fueron elevados al 30% en enero de 1977, al 35% en junio de ese mismo año, y al 40% en julio.

Estas medidas tendieron a contrarrestar no solo el endeudamiento privado sino, en general, las entradas especulativas de capitales que se empezaron a observar desde 1975, y que reducían enormemente la efectividad de la política monetaria. Sobre la relación entre flujos especulativos y endeudamiento privado durante esta fase, en especial 1976 y comienzos de 1977, Sarmiento (1978) anota:

[...] resultaba altamente atractivo el crédito externo privado que se hallaba suspendido en ese momento. La forma más fácil de evadir tal

prohibición era a través de las exportaciones de servicios y de los giros de importación. En el primer caso bastaba presentar las divisas [...]. En el segundo incumpliendo los plazos máximos de giro, a sabiendas que la sanción, en el caso de que se estableciera, implicaba un costo inferior a los beneficios.

[Ante lo cual:]

Los movimientos especulativos se enfrentaron medidas directas sobre las exportaciones de servicios y los giros de importación.

En particular, mecanismos de tipo administrativo (“certificados de origen” de las divisas) y, en el caso del control de los giros, la utilización de los depósitos previos con mayor rigor, encareciendo así la financiación externa desde el punto de vista del usuario, factor que se conjugó con las medidas sobre encajes.

En un artículo posterior, Jaramillo (1979) añade al respecto:

[...] la evasión parcial a las medidas sobre endeudamiento, si existió, pudo haber sido una de las explicaciones del comportamiento del renglón servicios de la balanza cambiaria.

[...] Todas estas condiciones son favorables para que se presenten movimientos de capital de corto plazo que sirven no solo como propósitos puramente especulativos (buscando aprovechar los diferenciales internacionales de tasas de interés) sino también para financiar directamente aquellas actividades cuyas fuentes internas y externas de crédito se habían visto limitadas.

[Por lo cual:]

[Es] muy posible que el alto crecimiento de los ingresos del renglón de servicios hubiera estado influido por los flujos a que se hace mención [...].

Así como en el caso del ingreso de divisas es altamente probable que el renglón de egresos esté siendo afectado por el mercado paralelo.

De otra parte, la contención del endeudamiento público corresponde al énfasis en la estabilización de precios que caracterizó la política económica colombiana durante los años de la bonanza cafetera, aun a costa de la inversión pública. Jaramillo (1979) anota, respecto de los años 1976-1977:

[El manejo de la deuda pública externa fue consecuente con una política contraccionista]. Tenía que serlo si el Gobierno quería en efecto jugar un papel antiinflacionario, sin incrementar simultáneamente los impuestos. En vista de las dificultades que presenta reducir los gastos de funcionamiento, el peso de esta política recayó sobre la inversión pública.

En 1974, el endeudamiento público cae, en términos reales, 18% respecto del año anterior. El cambio de énfasis en la política macroeconómica es enfatizada en la mayoría de los estudios sobre el período. Muy representativa es la siguiente anotación de Villar (1983):

Ante la aceleración del proceso inflacionario interno [...] y teniendo en cuenta la acumulación de reservas que se había producido en los tres primeros años de la década, el propio gobierno de Pastrana redujo el endeudamiento y la inversión pública para 1974, comenzando la política contraccionista que sería continuada por el gobierno de López Michelsen.

Con el superávit corriente, no únicamente explicado por los mayores reintegros de divisas cafeteras, sino también por el notable incremento en la cuenta de servicios que comienza a finales de 1975, esta política se acentúa. Perry et al. (1981) añaden: “Bajo la administración López Michelsen no solo se adoptó una reforma tributaria que permitió elevar el ahorro privado, sino que además el gasto público se subordinó a los objetivos de control monetario con sacrificios en la inversión pública real y en el crecimiento”.

La reforma tributaria de 1974, en efecto, logró temporalmente incrementar el recaudo, empero, los incrementos no fueron tan duraderos como se sugiere y de todas maneras inferiores a la reducción del gasto. Ya desde 1979 todos los indicadores vuelven a sugerir la hipótesis de estancamiento del ahorro interno. Esto implica que, aun bajo el supuesto de que la reforma hubiese implicado incrementos “sostenidos” en el ingreso, no modificó, de ninguna manera, en forma permanente el déficit fiscal (la relación de largo plazo entre endeudamiento y gasto). La reducción del gasto, explicada en el contexto más general de la política de estabilización, constituye la razón básica por la cual el saldo de la deuda, en términos reales, disminuye. Sarmiento (1977) anota:

No cabía esperar [...] que los instrumentos monetarios pudieran absorber simultáneamente un faltante presupuestal y una expansión de las reservas de las magnitudes anotadas. El presupuesto debía contribuir a la política de contracción monetaria con un excedente de ingresos tributarios sobre los gastos.

[Como parte de lo cual:]

En 1977 la amortización de la deuda externa del Gobierno excedió los desembolsos.

Jaramillo (1979) pone en contexto las modificaciones introducidas así:

Durante los últimos años (1975-1978) los problemas que ha planteado el endeudamiento externo son opuestos a los que se presentaban en las décadas de los cincuenta y sesenta. Mientras que en aquel entonces la dificultad radicaba en la escasez de fuentes de financiación, hoy en día estas están disponibles en abundancia.

Las políticas fueron exitosas en el sentido de contener el endeudamiento nuevo, en particular desde 1976. Sin embargo, en el contexto de un superávit corriente del sector externo sostenido, o sea en el contexto de un proceso continuado de exportación neta de capital hacia el resto del mundo, la acumulación de activos internacionales, implica un costo neto cuya naturaleza fue discutida en los términos siguientes por Ocampo (1982):

Al no generar los mecanismos adecuados para disminuir la deuda externa, el superávit en cuenta corriente se transmitió enteramente sobre las reservas internacionales, generando una liquidez excesiva del Banco de la República. La acumulación de reservas, con una deuda externa bruta inalterada, tenía un costo neto para el país, ya que sobre las primeras solo se recibía una tasa de interés pasiva, mientras que sobre la deuda el país pagaba una tasa activa.

En adición a este costo, la experiencia posterior demuestra que niveles tan altos de liquidez implican un grado importante de rezagos en la implementación de políticas de ajuste macroeconómico en la fase recesiva, ya que gran parte del choque externo se asimila durante un período demasiado prolongado con caídas en el nivel de reservas sin los ajustes sectoriales requeridos. Esto permite que se acentúen y prolonguen en el tiempo procesos dinámicos de desajuste originados en la fase expansiva, los cuales se manifiestan tanto internamente (déficit de los sectores público y *crowding out* al sector privado) como a nivel externo (sobreevaluación de la tasa de cambio, exceso de importaciones y pérdida de reservas y expectativas de una futura crisis cambiaria con la consecuente fuga de capitales).

La pregunta que surge al asignar un costo a la totalidad de la acumulación de reservas internacionales es si la liquidez implicada no ofrece beneficios asociados con reducciones en la probabilidad de crisis cambiarias en el contexto de una economía tan dependiente de los ciclos asociados

con un solo producto, como lo es la colombiana. De otra parte, existe evidencia de que el endeudamiento público externo afecta la composición de la inversión con efectos benéficos sobre el crecimiento (véase Perry y Londoño, 1985). De esta manera, aun aceptando que algunos resultados son exagerados, tal y como lo comentan Gómez y Thoumi (1986), el beneficio derivado de esta alteración debe ser sustraído del costo neto que sugiere Ocampo.

El estancamiento del proceso de acumulación de deuda externa, tanto pública como privada, así como la acumulación de reservas internacionales, implicaron una mejora sustancial en los principales indicadores de solvencia externa. Incluso hasta ya entrada la década de los ochenta, los indicadores eran unánimemente aceptados como favorables y la política de endeudamiento externo como prudente y sensata. Caballero (1981) comenta:

El debate siempre latente en el país sobre la bondad o el peligro del endeudamiento externo no puede partir, entonces, de base diferente a la de aceptar que Colombia ha negociado bien su contratación de crédito externo y no es un país endeudado, que en comparación con otros países de América Latina, el caso colombiano es peculiar y único.

### **7.2.6 Coincidencia de objetivos: abundante liquidez internacional y financiación de la inversión pública: 1979-1982**

Durante este período se generan cambios importantes en la evolución de la política de endeudamiento externo. De un lado, la tasa de crecimiento del saldo de la deuda externa, sobre todo la pública, se acelera notablemente, implicando un deterioro generalizado en los indicadores tradicionales sobre endeudamiento. De otra parte, el nuevo endeudamiento se contrata con entidades (banco comercial), y en términos financieros (tasas flotantes y plazos más cortos) relativamente nuevos en el país. Finalmente, el destino sectorial de las nuevas contrataciones es más específico de lo que había sido tradicional en Colombia hasta ese entonces.

Los estudios sobre el tema son unánimes en reconocer este cambio, como lo señala Villar (1983);

[...] las tendencias observadas durante los últimos años se unen a varios elementos que otorgan al tema de la deuda una relevancia dentro de las discusiones públicas quizás muy superior a la que tuviera en los primeros años de la década de los setenta, en los que su magnitud relativa era similar o superior a la actual.

Con el fin de entender la naturaleza de las alteraciones, es necesario discutir brevemente el contexto específico del mercado de capitales durante la segunda parte de los años setenta y la relación de Colombia con ellos.

Los análisis sobre el desarrollo del mercado internacional de capitales coinciden en señalar que los enormes superávits corrientes de los países exportadores de petróleo originaron la necesidad de un rápido reciclaje de fondos, el cual implicó la caída en las tasas internacionales observadas entre 1974 y 1978, así como el incremento en el ritmo de crecimiento del endeudamiento externo por parte de países latinoamericanos. Estos préstamos se contratan en especial con la banca comercial en términos financieros más onerosos que lo tradicional en estos países. A nivel macroeconómico, esta importación de capitales apoyó procesos dinámicos de desajuste en los cuales déficits corrientes coexistían con acumulaciones de reservas internacionales. En algunos países esto apoyó la fuga de capitales, como en el caso de Argentina y en menor grado Brasil (Cuddington, 1986), y en otros sirvió de base para una asignación subóptima de la inversión, como en el caso de Chile (Dornbusch, 1984) e incluso Colombia; según Cuddington (1985): “[...] el crecimiento en el programa de inversión pública fue excesivamente expansionista y en algunos casos los proyectos se basaron en una visión demasiado optimista de la rentabilidad futura”.

Así mismo facilitó, en la mayoría de los casos, elevados niveles de gasto público sin una clara correspondencia con la capacidad de la generación de ahorro de las entidades receptoras y/o se presentan serios desfases entre los plazos de recuperación de las inversiones y los plazos a los cuales se pactaron los períodos de gracia y amortización de los créditos. Entre 1974 y 1980 los países latinoamericanos, de manera especial, crearon una importante dependencia respecto de los flujos de capital externo. Cuando, ya para 1979, la economía internacional muestra síntomas de estancamiento generalizado, los países industriales se ajustan a través del proteccionismo (Europa) y del déficit fiscal, financiado externamente mediante la sobrevaluación de su moneda (Estados Unidos). Sobre las implicaciones de estos procesos, Garay y Marulanda (1986) anotan:

Es así como en un contexto internacional en el que al tiempo que se agudiza el proteccionismo, se incrementan los costos del capital y se reduce la oferta disponible de crédito, surge como consecuencia obvia la presencia de agudas presiones deficitarias sobre las balanzas comerciales y de capital de los países deudores, entre los cuales cabe destacar el conjunto de los de América Latina [...].

Bajo tales circunstancias, resulta evidente que el proceso que se desarrolla en estas economías se caracteriza por la íntima vinculación entre

las fuerzas generadoras del déficit fiscal y el déficit externo, lo que las hace diferentes, en esencia, de situaciones de crisis anteriores.

Entre 1979 y 1982 Colombia atraviesa por una fase de expansión del endeudamiento externo comparable a los procesos iniciados en otros países latinoamericanos en 1974. De hecho, el ritmo de crecimiento de los pasivos externos del país es superior al promedio latinoamericano en estos años. El saldo total de la deuda pasa de US\$ 5.486 millones en 1979 a US\$ 9.797 millones en 1982, teniendo en esta forma un crecimiento del 79%. Durante esta fase, la deuda externa privada crece más rápidamente que la pública. El saldo de la deuda privada crece a una tasa anual del 22% y el saldo de la pública a una tasa anual del 17%, las más altas de cualquier período analizado.

Evidentemente, los indicadores de endeudamiento externo se deterioran respecto al período anterior. La relación de deuda bruta a PIB pasa del 23,1% en 1979 al 34,6% en 1982, mientras que la relación deuda bruta/reservas pasa de 1,3 a 2,0 durante el mismo período. De otra parte, un indicador más relacionado con la carga de la deuda externa que con la capacidad de endeudamiento (véase Clavijo, 1985) como lo es la razón deuda neta/exportaciones, pasa de 0,42 en 1979 a 1,72 en 1982. Como se verá en la siguiente sección, este deterioro tuvo importantes efectos en la fase subsiguiente, en la medida en que incrementó los requerimientos de divisas del país.

Un aspecto también importante, en la medida en que afectó notablemente las obligaciones en materia de servicio de la deuda fue el encarecimiento del crédito, proceso que se asocia de manera íntima con el cambio en la naturaleza de los prestamistas involucrados. Mientras que entre 1970 y 1978 la tasa de interés promedio de los nuevos préstamos públicos contratados es del 6,5% nominal, entre 1979 y 1982 pasa a ser del 11,1% nominal anual. Este incremento se explica por cuanto una parte cada vez más importante de los créditos se contrataba con la banca comercial a tasas flexibles, las cuales revierten su tendencia descendente hacia 1979, precisamente en la fase de mayor aceleración de las contrataciones colombianas. La tasa preferencial promedio en Nueva York, en efecto, pasa del 9% en 1978 al 18,7% en 1981, más que duplicándose, así, en un período de solo cuatro años.

La aceleración de las contrataciones con la banca comercial fue notable. Mientras que en 1978 este tipo de endeudamiento no alcanzaba a representar el 18% del saldo total de la deuda pública externa, en 1982 es la fuente más importante, alcanzando casi el 45%.

Una dinámica paralela se observa en el caso de la deuda privada; la tasa de interés implícita pasa del 8,9% en 1978 al 18,9% en 1981, mientras que el saldo pasa de US\$ 1.847 a US\$ 3.477 millones entre 1979 y 1982.

Esta importante acumulación se explica por dos hechos: primero, por el énfasis en la inversión pública contenida en el plan de desarrollo 1978-1982 (PIN) y la importancia del endeudamiento externo en su financiación (Junguito y Ospina, 1980) y por la relativa liberalidad en el manejo de los instrumentos de control del endeudamiento privado externo.

La naturaleza claramente expansionista del PIN, así como su sesgo en favor del endeudamiento externo es ampliamente aceptada en los estudios sobre el tema. Un aspecto de particular importancia es la localización sectorial de la inversión pública y, por tanto, la destinación de los empréstitos internacionales. Entre 1978 y 1982 el 41,4% de las contrataciones de crédito público externo se destinaron a proyectos de electricidad, gas y agua, mientras que entre 1970 y 1977 solo se destinaron a este sector el 13,7% de las contrataciones. La enorme expansión del sector eléctrico, financiada con crédito externo, estuvo acompañada por una expansión de proporciones similares en el endeudamiento público con destino al sector de la minería, en particular a partir de 1979.

La relajación de los controles al endeudamiento privado, de otra parte, se observa, en particular, en la evolución de los encajes aplicables a las exigibilidades externas de los bancos. A finales de 1978, en efecto, se elimina el encaje marginal del 100% que había sido establecido en 1976 y ya en junio del año siguiente se reduce el encaje ordinario (Jaramillo, 1981). El endeudamiento directo también se incrementa en grado importante; entre 1978 y 1982 la deuda registrada por artículo 131 crece a ritmos reales del orden del 25% anual.

Entre 1979 y 1982 el país atraviesa por una fase de continuo deterioro en su balanza comercial, con un déficit corriente sin precedentes, sobre todo a partir de 1981<sup>41</sup>. El endeudamiento externo, empero, permite la acumulación de US\$ 2.387 millones en reservas internacionales entre 1979 y 1982. A partir de este último año las reservas empiezan su vertiginosa caída, la cual solo es detenida en 1985.

La política de acumulación de reservas mediante incrementos en el nivel de endeudamiento ha sido cuestionada por diversos analistas. Un argumento central se refiere al hecho de que, a nivel macroeconómico, la acumulación de pasivos externos tenía una clara correspondencia en

<sup>41</sup> Es posible, adicionalmente, que los datos referentes a la balanza comercial se encuentren relativamente sobreestimados, en la medida en que el diferencial efectivo en tasas de interés propiciaba en la época la sobrefacturación de exportaciones.

el financiamiento tanto de la acumulación de reservas, como del déficit corriente. En este sentido se incurría tanto en la pérdida por diferenciales en los tipos de interés pasivo y activo señalada por Ocampo, como en la escogencia de un mecanismo de ajuste que resultaba subóptimo, bajo el supuesto de que el país estuviera importando excesivamente. Al respecto, Villar (1983) anota:

[...] el hecho de estar financiando un déficit corriente de la balanza de pagos no constituye tampoco una justificación suficiente para un proceso de endeudamiento como el llevado a cabo entre 1981 y 1982 en la medida en que pueda considerarse que dicho déficit haya sido explicado por unas importaciones excesivas, no justificables desde el punto de vista del desarrollo económico y social del país.

De hecho, desde 1982 se experimentó un riguroso proceso de cierre de las importaciones. Como se comenta en el capítulo 6 de este volumen, dicha política fue defendida como reactivadora por algunos analistas (Ocampo, 1985).

### **7.2.7 La crisis de la deuda latinoamericana: 1983-1986**

El período 1983-1986 se caracteriza por las dificultades de acceso al financiamiento externo. En el contexto de una alta dependencia de la inversión pública de flujos frescos de financiación, en gran parte generada por la expansión de la fase precedente, así como de un ámbito comercial internacional particularmente difícil, una economía desajustada tanto en el frente fiscal como en la tasa de cambio, condujo a un déficit de la balanza de pagos de magnitudes sin precedentes en los últimos veinte años.

Los mayores requerimientos de divisas se explican por la naturaleza intertemporal del endeudamiento contraído en la fase anterior. En la medida en que la transferencia de ahorro del resto del mundo se tomaba, erróneamente, como un flujo que se sostendría en el tiempo, se consideraba que existirían recursos disponibles para la financiación de los faltantes privado y público, de un lado, y del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, del otro. En esta medida, se generaron procesos dinámicos bastante inflexibles de expansión del gasto muy por encima de una trayectoria sostenible en el largo plazo. En esas circunstancias, la economía era muy vulnerable a la reducción de la oferta de crédito externo y/o a su encarecimiento.

Los flujos de crédito hacia América Latina se contrajeron enormemente a partir de la crisis de la deuda externa mexicana en 1982. Sin embargo, ya desde 1980 la oferta de capitales para los países del tercer mundo en el mercado

internacional se había deteriorado como consecuencia de los excesos de producción de petróleo y de la creciente absorción de la liquidez internacional por parte de Estados Unidos. En consecuencia, ya desde 1979 las tasas de interés muestran tendencias alcistas de suma importancia.

Si desde el punto de vista de la oferta se produce una contracción significativa como mecanismo de ajuste por parte de los bancos privados, tanto a los incrementos en riesgo como a la reducción de fondos disponibles, desde el punto de vista de los requerimientos de divisas la situación era opuesta e implicó el tipo de ajustes ortodoxos reseñados en diversos estudios (Garay y Marulanda, 1985; Ocampo, 1987). De un lado, muchos países se habían comprometido en proyectos de inversión intensivos en moneda extranjera sobre plazos relativamente amplios. De otra parte, se había consolidado en la mayoría una íntima vinculación dinámica entre un déficit fiscal muy inelástico a la baja y su financiación externa. Por último, se presentaba una coyuntura particularmente difícil en los mercados primarios, explicable en la reducción de la demanda de los países industriales, tanto por una agudización en sus niveles de proteccionismo como por reducciones en sus ritmos de crecimiento. Por último, se presentaban incentivos a la fuga de capitales y al desequilibrio corriente, dada la sobrevaluación de las monedas de estos países.

La situación colombiana es diferente respecto de México y otros países latinoamericanos, tanto en términos de la magnitud relativa de su endeudamiento externo, como en su capacidad de servirla. La razón deuda/PIB, aunque tiene importantes tendencias alcistas a partir de 1979, se ubica en 37,2% en 1982, lo cual se compara muy favorablemente con los índices de otros países de la región. De otra parte, la razón deuda neta/exportaciones, aunque también venía subiendo, alcanza un modesto 1,0 en 1982. Pese a ello, no toda la banca comercial, en el contexto de su política de ajuste ante la situación planteada por las sucesivas crisis en el área, distinguió plenamente entre Colombia y el resto de los países latinoamericanos en la medida en que el país hizo alteraciones en el manejo macroeconómico de suma importancia. Este hecho ha sido presentado en numerosas ocasiones por los miembros del equipo económico del gobierno. En su *Memoria de Hacienda*, el ministro Roberto Junguito señala:

[Cabe] señalar que durante todo este período (1982-1984) se realizaron inmensos esfuerzos por distinguir el caso colombiano del resto de Latinoamérica y por mantener el país con acceso directo a crédito voluntario de la banca comercial [...] la realidad es que la consolidación de la crisis latinoamericana de la deuda, y la propia situación de deterioro de las reservas internacionales de Colombia, hicieron necesario modificar la estrategia general de la política económica.

En Notas Editoriales de la *Revista del Banco de la República* referidas al problema del endeudamiento externo se anota:

[Si] bien existían particularidades en el caso colombiano que diferenciaban claramente nuestra situación de la de otros países vecinos, los bancos comerciales buscaban reducir su “exposición” o riesgo hacia la región como conjunto. La manifestación más clara de este fenómeno se observa a partir de 1984, cuando las líneas de crédito de corto plazo otorgadas para la financiación del comercio exterior experimentaron una aguda tendencia hacia la baja, debiendo financiarse nuestras importaciones a través de un descenso en las reservas internacionales.

En efecto, pese a los mayores requerimientos de divisas, explicados tanto por la dinámica en gran parte inercial de los déficits interno y externo, los cuales a su vez están relacionados con compromisos de mediano plazo asociados con proyectos específicos de inversión intensivos en divisas, así como por los mayores niveles en el servicio de la deuda vigente, entre 1982 y 1984 los flujos de mediano y largo plazos caen, en promedio, en US\$ 1.225 millones anuales. Las reservas, por lo tanto, se reducen vertiginosamente. En efecto, mientras que en 1981 el endeudamiento externo, además de financiar el déficit corriente permite acumular reservas internacionales, para 1982, cuando el déficit corriente alcanza US\$ 1.221 millones, las reservas caen en US\$ 740 millones. En 1983, pese a la reducción en el nivel de importaciones, y los esfuerzos de índole fiscal que se iniciaron un tanto tímidamente, las reservas caen en US\$ 1.717 millones adicionales, lo cual permite financiar un déficit corriente de US\$ 1.785 millones.

En 1984, ante una aceleración notable en el deterioro de la liquidez externa de Colombia, era claro que los ajustes hasta el momento introducidos eran insuficientes y que, con el fin de financiar los compromisos externos, la economía requería empréstitos frescos. En este contexto global, se definen los elementos básicos de lo que sería la política económica durante los años 1985 y 1986; una característica primordial era enmarcar las decisiones públicas a parámetros y metas acordados con los organismos multilaterales. Este tipo de esquema, que combina “cierta autonomía” por parte de las autoridades con una permanente monitoría del FMI y del Banco Mundial, fue novedosa en su momento, al haberse obviado el esquema tradicional de préstamos *stand by* del FMI.

La relación entre requerimientos de divisas y restricción del crédito internacional, de un lado, y la necesidad de una redefinición del marco global de la política macroeconómica, del otro, lleva implícito el reconocimiento de que algún tipo de acuerdo con el FMI era inaplazable. El ministro Junguito, en sus *Memorias*, define esta interacción de la siguiente manera:

[En las reuniones con los Organismos Multilaterales celebradas en septiembre de 1984] se argumentó que, por motivos históricos, económicos y políticos, para Colombia lo más deseable sería adoptar unas estrategias de ajuste fiscal, monetario y cambiario autónomas, sin la participación de los organismos multilaterales de crédito, salvo una monitoría sobre los programas de ajuste del país. Las opiniones de estos y las condiciones impuestas por la banca internacional llevan a pensar que la única estrategia viable de acción es la de que el país se comprometa a adoptar un programa con el Fondo Monetario Internacional. En esa forma, no solo se aseguran los créditos de stand by ofrecidos por este, sino, además recursos frescos de crédito externo de la banca comercial internacional, que complementan los ofrecidos por el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo.

Más adelante, el ministro añade:

[Los bancos comerciales internacionales] dijeron estar dispuestos a canalizar recursos frescos del crédito externo para Colombia, pero solo sobre la base de que el país entre a establecer un acuerdo formal de stand by con el FMI. Además de ello los bancos indicaron la necesidad de que el Gobierno ayude a resolver los problemas de las principales empresas del país y a apoyar y fortalecer debidamente la banca nacional.

Es decir, que a fines de 1984 la propuesta de monitoría no era aceptada. Las medidas de finales de año, la Ley 50 y la definición de la política salarial, así como la aceleración de la tasa de devaluación que se inició en el primer trimestre de 1985, tuvieron como objetivo básico demostrar el espíritu de lo que sería la política económica en Colombia. Así lo expresó el ministro:

Estas medidas [...] constituían elementos indispensables no solo como medios para ajustar la economía sino, también, como señales claras ante los organismos internacionales y la banca de que Colombia, como era su tradición, estaba adoptando de manera oportuna las medidas expuestas en su programa económico.

Aún en 1984, la relación esbozada arriba entre restricciones crediticias y subordinación de la política económica a metas negociadas con los organismos internacionales fue cuestionada por algunos observadores. El proceso de ajuste, típico en el contexto del FMI, se veía en algunos círculos como excesivamente recesivo. Fedesarrollo, a través de Coyuntura Económica de diciembre planteaba:

La obtención de créditos por esa magnitud [US\$ 1.800 millones brutos para 1985] se vería facilitada, en las actuales circunstancias, si el país

entrara en un proceso de acuerdo formal con el Fondo Monetario Internacional. No obstante, teniendo en cuenta los altos costos que dicho acuerdo podría tener sobre el comportamiento de la actividad económica general [...] parece más aconsejable insistir en negociaciones directas con los bancos internacionales para conseguir mayores plazos de amortización y contratar los créditos nuevos necesarios.

En abril de 1985, cuando ya los nuevos lineamientos de la política económica eran claros, Fedesarrollo comentó:

Los objetivos que guiaron el manejo económico en los dos primeros años de la administración Betancur [...] han sido desplazados a un segundo plano, al establecerse como única meta de política la rápida corrección del déficit externo. Hacia ese fin se han dirigido todos los esfuerzos en materia fiscal, monetaria y cambiaria desde el segundo semestre de 1984.

Finalmente, en octubre de 1985 se caracterizan las medidas referidas a la tasa de cambio y al déficit fiscal como un método de ajuste:

Dirigido a restablecer la confianza de la banca internacional en la capacidad de pagos del país, [el cual] no ha producido efectos inmediatos en el frente externo, ya que no ha mejorado adicionalmente [al control de importaciones, medidas sobre plazos de giro y transacciones del sector público] la balanza comercial ni ha generado aún entradas nuevas de recursos financieros de la banca comercial.

La implicación obvia de este tipo de diagnóstico es que el país asumió el costo macroeconómico de un ajuste recesivo sin los beneficios (al menos hasta 1986) derivados de entradas frescas de capital. Sin percatarse que el ajuste era impostergable y de todas maneras había de producirse, la disyuntiva era más bien proceder a ajustar los parámetros macroeconómicos básicos, con el indudable e inevitable costo social que ello conlleva, con o sin crisis cambiaria. La alternativa era el establecimiento de un acuerdo de *stand by* formal con el FMI. Existían, empero, tal y como lo comentó el ministro Junguito en la cita anterior, limitaciones de índole político además de económico. Estas últimas se relacionan con la naturaleza de los créditos ofrecidos por el FMI en el contexto de los acuerdos formales de *stand by*. Respecto de este punto, Garay y Marulanda (1986) anotan:

[...] es de recordar que la demanda de crédito externo “fresco” del país responde a unas necesidades específicas para el financiamiento de proyectos de inversión pública (en especial, Carbocol y Ecopetrol) y

del presupuesto del Gobierno Central (en pesos) y no para apoyar la balanza de pagos con recursos en moneda extranjera -inconvertibles a pesos, no utilizables para fines diferentes al pago al exterior de bienes, servicios y de capital, y de disponibilidad restringida, sujeta a la situación cambiaria-, como ocurre con el tipo de recursos provistos por el Fondo en el marco de un acuerdo *stand by*. De ahí que se hiciera indispensable la contratación de créditos externos con la banca comercial por un monto superior al valor de los compromisos existentes del país para con dicha fuente crediticia, por concepto de repagos de capital. Precisamente, por esta circunstancia es que la mera reestructuración de la deuda externa pública con la banca comercial resultaba insuficiente para responder al programa de financiamiento del país para el período 1985-1986.

De lo anterior se deduce el hecho de que la necesidad inaplazable de ajustar el sector externo y corregir la sobrevaluación del peso se volverían prerrequisitos para recuperar la confianza interna y externa. Esto último se reflejaría en una política de endeudamiento externo, que permitiera obtener los recursos crediticios indispensables dadas las obligaciones externas del país. Dichos objetivos subordinaron el conjunto de la política macroeconómica. Para 1985 y 1986 se establecieron metas para las principales variables económicas de corto y mediano plazos, las cuales eran acordadas con los organismos internacionales. A su vez, dichos organismos servían de fuente para certificar el saneamiento de la economía y facilitar que la banca comercial tomara sus decisiones. Eso implicó dos tipos diferentes de estrategias claramente distinguibles; en primera instancia, se buscó afectar la trayectoria y la composición del gasto agregado, fundamentalmente en el frente fiscal. En segunda instancia, se buscó la transferencia del ahorro externo mediante la constitución de incentivos lo suficientemente claros. Habiendo sido ambos tipos de objetivos compatibles, fue posible acceder al crédito fresco al mismo tiempo que se replanteaba la dinámica del gasto, sin los sacrificios observados en otros países del área.