



Reforma Tributaria

HACIA NUEVAS ESTRATEGIAS DE FINANCIACION

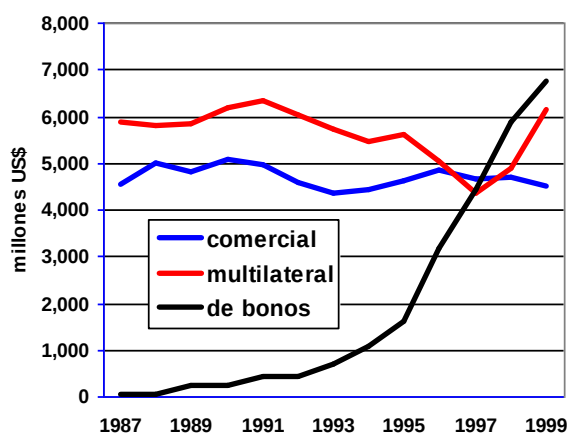
La Asobancaria ha hecho pública su posición frente al proyecto de reforma tributaria, por lo que en esta ocasión consideramos importante concentrarnos en dos de las alternativas de financiación propuestas por el Partido Liberal: la renegociación de la deuda externa y el acceso a créditos del Banco de la República para reestructurar la deuda interna.

Deuda externa: menos \$ de hoy versus más \$ de mañana

Para evaluar la propuesta de renegociar la deuda externa es necesario precisar previamente sus características y montos. Según la Contraloría General de la República, a diciembre de 1999 la deuda pública externa ascendía a US \$18.960 millones.

Gráfico 1

Deuda pública externa con los principales prestamistas



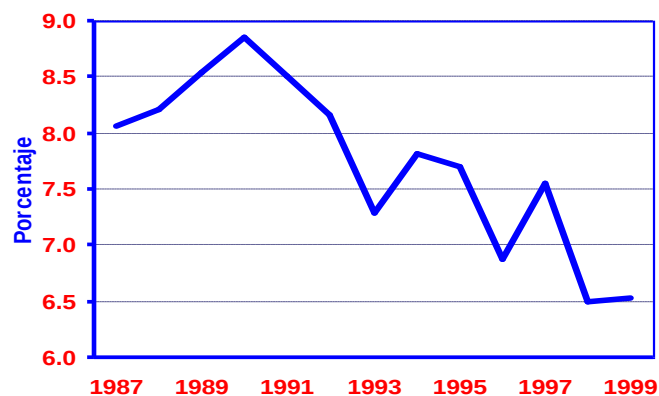
Fuente: Contraloría General de la República

Examinado por tipo de prestamista, aproximadamente el 92% del saldo total de la deuda pública externa está contratada con banca comercial, banca multilateral y tenedores de bonos¹. El gráfico 1 ilustra la evolución de los saldos de la deuda externa para estos tres tipos de prestamista, lo que permite corroborar los cambios de composición.

Una característica adicional de la deuda es el costo financiero implícito; en el gráfico 2 se observa que la tasa de interés implícita (incluyendo comisiones) ha venido disminuyendo en los últimos años; pese al sustancial aumento de los spreads durante la crisis asiática, la tasa implícita apenas subió 50 puntos básicos y luego volvió a caer a los niveles más bajos del periodo observado.

Gráfico 2

Tasa implícita de interés de la deuda pública externa



Fuente: Contraloría General de la República; cálculos Asobancaria

¹ El restante 8% está distribuido entre banca de fomento, gobiernos nacionales y proveedores; estas últimas fuentes de financiación registran una marcada tendencia descendente, pues en 1987 representaban, en conjunto, el 23% de la deuda contratada.

De lo anterior salen conclusiones interesantes; en primer lugar, las condiciones financieras medias de la deuda se vienen tornando favorables para el país; si bien en el período más reciente las colocaciones reflejan los mayores *spreads*, no parece haber mucho espacio para renegociar tasas de interés en un escenario mundial en el que las tasas de interés tienden a subir y el país ya no cuenta con su grado de inversión.

En segundo lugar, el cambio en la composición de los prestamistas reduce sustancialmente el margen de negociación.

El tenedor más grande de deuda colombiana es una masa dispersa de compradores de bonos, con los cuales es prácticamente imposible cualquier entendimiento. Por lo tanto, la opción en este campo sería una decisión unilateral del emisor de cambiar el plazo o los flujos de amortización o la tasa o los cupones de los bonos; sin embargo, como lo mostró la reciente experiencia ecuatoriana de incumplimiento con el pago de vencimientos de Bonos Brady, el castigo de los mercados financieros es drástico. Si Colombia tomara una decisión semejante, cerraría totalmente su principal fuente de recursos en el mercado financiero internacional y le llevaría muchos años volver a ganar credibilidad y compradores.

Sigue en importancia la banca multilateral (32.3% en 1999). En este caso también es claro que no hay margen de negociación; ella provee los créditos a plazos más largos, cuando la banca comercial y los bonos se están haciendo a plazos cada vez más cortos, y las condiciones más blandas. Normalmente, los créditos con banca multilateral tienen una cláusula para forzar el pago del saldo total de un crédito si se incumplen sus pagos, además de conllevar el cierre inmediato a nuevos créditos. Esto tendría graves repercusiones para el financiamiento de la inversión pública, especialmente la realizada en materia de salud y educación.

Luego viene la banca comercial (23.7%). Este es un segmento muy sensible; la posibilidad de una renegociación con estos bancos ocasionaría

una reacción en los mercados financieros internacionales; en primer lugar los *spreads*, que ya han subido como resultado de la pérdida del grado de inversión con las calificadoras internacionales, seguirían subiendo y degradarían aún más la calificación. Una situación de estas no es recuperable rápidamente; basta con recordar que México, Brasil y, en general todas las economías que incumplieron sus compromisos en la década de los ochenta fueron castigadas durante mucho tiempo por los mercados; México apenas acaba de volver a ser calificado con grado de inversión, lo mismo que Chile.

En síntesis, un cambio en las condiciones de la deuda externa sería posible únicamente con los bonos, pero necesariamente tendría que ser el resultado de una decisión unilateral. No obstante, los beneficios logrados de reducir la tasa de interés o aplazar pagos en el corto plazo, se evaporarían en el largo plazo; además del cierre total del crédito externo, se deterioraría aún más la calificación lo que impondría costos todavía más altos por muchos años, no sólo a la deuda pública sino a la privada; lo que hay que resolver entonces es qué resulta más benéfico para el país: ahorrarse unos pesitos hoy o tener que pagar mucho más a partir de mañana.

Deuda interna: doña Emita... ¿el horror?

Ante la sola mención de la palabra emisión, los contradictores de este tipo de propuesta han sacado del baúl de los recuerdos las negras experiencias de otros países latinoamericanos, algunas de ellas analizadas en un famoso artículo de Rudiger Dornbusch y Sebastián Edwards que lleva el sugestivo título de "Macroeconomía del populismo en América Latina".

En ninguno de los artículos publicados por los autores que proponen acudir al crédito del emisor se encuentra la idea de sustituir de un tajo toda la deuda pública interna o de abrir de forma permanente la puerta de la emisión a voluntad del gobierno². Por eso, quienes alegan que la

² Ver por ejemplo Javier Fernández Riva "¿Necesita la Junta un cinturón de castidad?"; *Revista Dinero*, agosto 18 de

propuesta implica duplicar la base monetaria y con ello exacerbar las presiones inflacionarias, están hablando de otro país.

La propuesta, como la recoge el Partido Liberal, se orienta únicamente a la "...reestructuración de la deuda interna mediante un reacomodo de plazos e intereses o de absorción por parte del Banco de la República o recompra con cargo a los mayores ingresos petroleros"³

En nuestra opinión, la opción de recompra con los mayores ingresos esperados de Ecopetrol es razonable; la mayoría de los análisis del mercado internacional del petróleo coinciden en señalar que los altos precios no se mantendrán por mucho tiempo; por lo tanto, el país debe evitar a toda costa que los mayores ingresos transitorios se conviertan en gastos permanentes que en poco tiempo quedarían sin financiación, de cumplirse las expectativas señaladas. Sin embargo, consideramos que habría que evaluarla frente a otras alternativas de disposición de esos recursos, como es la de abonar a pasivos pensionales a cargo del gobierno central, que forman parte de una deuda del gobierno, de enormes proporciones y todavía no contabilizada.

La opción de modificación de las condiciones de los títulos en circulación no es recomendable por las mismas razones expuestas en el caso de los bonos de la deuda externa; la pérdida de credibilidad y confianza en el gobierno por parte de los inversionistas nacionales quitaría profundidad al mercado y echaría por la borda el esfuerzo de los últimos años; también es probable que esa desconfianza se transmita a los mercados financieros internacionales, disminuyendo el acceso a recursos nuevos y encareciéndolos. Finalmente, no se puede perder de vista que la mayor parte de la deuda interna está suscrita por entidades públicas.

2000. Y los artículos de Mauricio Cabrera en *Portafolio*: "El desmanejo de la deuda pública" (julio 25 de 2000), "Mitos y realidades de la emisión monetaria" (agosto 15) y "¿Emisión monetaria? Sí, para pagar menos" (agosto 28).

³ Comunicado de la Dirección Nacional Liberal sobre Reforma Tributaria"; Bogotá 8 de noviembre de 2000.

Una opción que merece ser estudiada es la propuesta de un crédito del emisor. Para cerrar el riesgo de interpretaciones equivocadas, no sólo por los analistas nacionales sino por los mercados financieros internacionales, el desarrollo de esa propuesta debe tener unos límites muy precisos; en primer lugar, el monto a financiar debe ser compatible con la expansión prevista de la base monetaria, y garantizar la preservación de la tendencia descendente de la inflación; en segundo lugar, su único objetivo tiene que ser la reducción del costo del endeudamiento interno del gobierno; en tercer lugar, por ninguna razón puede financiarse gasto público nuevo con esos recursos; finalmente, tiene que garantizarse el normal desarrollo del mercado de deuda pública.

Como señalan Cabrera y González el resultado neto no tiene por qué ser un aumento del gasto sino, por el contrario, una disminución, en la medida en que se reduzca el gasto del gobierno en servicio de la deuda⁴. Los cálculos de Cabrera indican que reducir la tasa media de interés de los TES de más del 23% a IPC + 6, implicaría un ahorro de \$2 billones de pesos al gobierno.

⁴ Mauricio Cabrera y Jorge Iván González "El desmanejo de la deuda pública interna". Informe preparado para la Contraloría General de la República; 10 de octubre de 2000. El siguiente es el contra-argumento de estos autores contra las críticas a la emisión para financiar al gobierno (página 26): "...Para los ortodoxos que no recuerdan que el exitoso ajuste de los ochenta tuvo como uno de sus componentes esenciales una masiva financiación al gobierno con recursos de emisión, conviene recordarles que hasta el actual subdirector del FMI ha reconocido la posibilidad de este tipo de financiaciones sin consecuencias negativas en el frente de la inflación. Según Fischer y Easterly las discusión sobre el uso del señoreaje es pertinente:

"Nosotros ya hemos discutido las tasas máximas de señoreaje que son sostenibles. Para resumir: los gobiernos no pueden usar señoreaje de manera permanente para financiar los déficits primarios, más allá de un 1% del PIB a riesgo de producir inflación. Pero en economías de rápido crecimiento y buena profundización financiera, el gobierno puede llegar hasta un 2.5% del PIB a través de señoreaje no inflacionario". S Fischer y W. Easterly (1990) "The Economic of the Government Budget Constraint". *The World Bank Research Observer*, vol. 5 no. 2, July; p. 136.

En nuestra opinión, una posible financiación con emisión no implica el abandono de los programas de ajuste tanto de mediano como de largo plazo; es decir, que las reformas estructurales y de coyuntura deben ejecutarse a la mayor brevedad posible. Por esto también debe pensarse en un escenario en el cual el éxito en el saneamiento fiscal permite al gobierno reducir sustancialmente los costos de las nuevas emisiones de deuda; ello abre la opción de que el propio mercado le permita al gobierno sustituir deuda cara por deuda barata, caso en el cual no sería necesario usar el recurso de emisión.