

## **Política de Financiamiento Público**

### **Pensar en Ajustar la Estrategia: ¿Por qué no?**

Ante la necesidad de adelantar las inversiones que requiere el país en materia de infraestructura, salud, educación, seguridad y justicia, y la imposibilidad de financiarlas en su totalidad con ingresos tributarios, es necesario acudir al financiamiento público en condiciones que se adecuen a la situación macroeconómica y a la capacidad de pago del país.

La búsqueda de alternativas de financiación es una tarea pública que demanda un debate permanente; aquí no se puede perder de vista la necesidad de realizar reformas estructurales en las finanzas públicas nacionales, para superar la crisis que enfrentan: de ese problema no se puede salir con pañitos de agua tibia.

El marco de este debate, y la actual situación macroeconómica, invitan a pensar sobre la posibilidad de ajustar la estrategia actual de financiamiento público.

### **Las oportunidades las pintan calvas**

Desde 1993 se adoptó la estrategia de sustituir crédito externo por crédito interno; se buscaba así evitar que el endeudamiento público externo aumentara la presión macroeconómica ocasionada por la apertura de la cuenta de capitales. A mediados de 1994, esa estrategia fue reforzada mediante la adopción de rigurosos controles al endeudamiento externo privado de corto plazo.

A pesar de que no han cambiado los fundamentos macroeconómicos que le dan solidez de corto plazo al peso, y la economía colombiana dista de estar en recesión, la actual situación

macroeconómica permite el ingreso de un mayor volumen de divisas que el pensado cuando se elaboró la estrategia vigente.

Con el tipo de cambio pegado al techo de la banda, un mayor ingreso de divisas permitiría alcanzar niveles de devaluación compatibles con la meta de inflación prevista para 1996, sin necesidad de disminuir el nivel de reservas internacionales ni concentrar estos esfuerzos en el manejo de las tasas de interés.

No es descabellado entonces, pensar en ajustar la estrategia, favoreciendo la sustitución de crédito público interno por externo.

Dadas las implicaciones presentes y futuras que tendría el ajuste, una decisión en tal sentido se tendría que adoptar con moderación y cautela. La gobernabilidad fiscal no es sólida y el palo no está para cucharas.

Un ajuste de la estrategia en tal sentido, no debe ser interpretado como la validación de un mayor déficit fiscal financiado a través de crédito externo. Por el contrario, debe ser examinado como parte de la estrategia contra el desajuste fiscal. Dicha opción sólo sería viable dentro de un ambiente de disciplina.

A corto plazo, la principal ventaja macroeconómica de sustituir crédito interno por externo sería la de disminuir las presiones que el financiamiento público tendrá en 1996 sobre las tasas internas de interés.

El significativo nivel de colocaciones de deuda interna en el mercado da lugar a expectativas de alza en las tasas de interés: Para 1996 está previsto un crecimiento del servicio de la deuda externa de 6,8% y el de la deuda interna de 141%.

Cuando el gobierno nacional justificó estas metas, argumentó que este nivel de endeudamiento interno no tendría efectos sobre el mercado, porque las colocaciones requeridas se harían a través de los excedentes financieros de las entidades descentralizadas del orden nacional y subnacional. No obstante, dadas las dificultades fiscales que afronta el sector público descentralizado, es improbable que en 1996 las necesidades de financiamiento interno del gobierno nacional se cubran en su totalidad por fuera del mercado.

De otra parte, desde el punto de vista de los costos financieros, el ajuste en mención presenta una coyuntura externa favorable: Los países del Grupo de los Siete están adoptando políticas tendientes a disminuir las tasas de interés, frente a sus problemas de demanda.

Independientemente de la certificación, si el gobierno nacional aprovecha su imagen internacional de buen deudor, podrían lograrse los niveles de colocación requeridos, en un contexto financiero caracterizado por una reorientación de los flujos internacionales de capital hacia los mercados emergentes.

Viendo así las cosas, la coyuntura favorece la mencionada sustitución: pero no hay que subestimar los riesgos futuros de adoptarla. A mediano plazo, un mayor nivel de endeudamiento externo trae consigo riesgos cambiarios.

Uno de ellos resulta de los cambios bruscos que pueden sufrir tanto las tasas de interés internacionales como el precio de las divisas o la canasta de monedas en las que se contrate dicha deuda. En 1995 el servicio de la deuda externa colombiana tuvo un sobre costo estimado en US\$30

millones, provocados por la devaluación del dólar frente al yen y al marco.

### **Ventajas: sobre el filo de la navaja**

Pese a lo anterior, el ajuste en mención ofrece ventajas de mediano plazo que no conviene olvidar.

Permitiría atenuar el deterioro de la capacidad de inversión con recursos propios de entidades como Telecom, Ecopetrol y el ISS, que actualmente están forzadas, absurdamente, a destinar gran parte de sus excedentes financieros a la compra de títulos de financiamiento del gobierno nacional.

Además de corregirse este absurdo, se ayudaría a detener el actual ritmo de crecimiento del saldo de la deuda interna del gobierno nacional, que de mantener las tendencias actuales, puede convertirse en una verdadera bomba de tiempo para la economía nacional.

De acuerdo con cifras recientes de la Contraloría General de la República, entre 1992 y 1996 el servicio de la deuda interna del gobierno nacional pasará de 198 mil millones a 3,3 billones de pesos.

De persistir estos ritmos de crecimiento, bajo un escenario en que el Banco Emisor sólo pueda responder a su obligación constitucional de reducir anualmente la inflación a través de una mayor disciplina monetaria, el aumento permanentemente del costo del servicio de la deuda reduciría el espacio presupuestal de la inversión pública.

Para contrarrestar este inminente peligro, sin crear problemas de manejo en el frente externo, sería necesario mantener incólumes las restricciones al endeudamiento externo privado: abrir simultáneamente estas dos llaves tendría peligrosos efectos desestabilizadores.

A mediano plazo, la reducción de las restricciones al endeudamiento externo privado será posible en la medida que existan condiciones fiscales y monetarias (nivel de encajes, inversiones forzosas, subsidios), que permitan garantizar una disminución significativa y sostenida de las tasas de interés domésticas

Cuando se utiliza crédito externo público, el riesgo de vulnerabilidad es menor, porque se puede programar con suficiente anticipación el desembolso de los recursos, contar oportunamente con estadísticas confiables sobre el comportamiento de los mismos, y controlar la calidad de las emisiones de bonos tanto del gobierno nacional como del sector descentralizado (ley 80 y decreto 2681 de 1993).

Con todo, recordemos que en materia fiscal caminamos sobre el filo de la navaja: ante eso, de los males el menor.

## I. POLITICA MONETARIA

### A. Agregados Monetarios

De acuerdo con el Banco de la República, en la semana que terminó el 3 de febrero, la base monetaria y M1 presentaron tasas de crecimiento anual de 14,3%, y 14,2%, respectivamente.

Durante esa semana M1 y la base monetaria aumentaron \$24 mil millones y \$325 mil millones; el aumento en la base se debió en gran parte a la redención de Títulos de Participación por un valor de \$247 mil millones y a la realización de operaciones Repo, por un monto de \$74 mil millones.

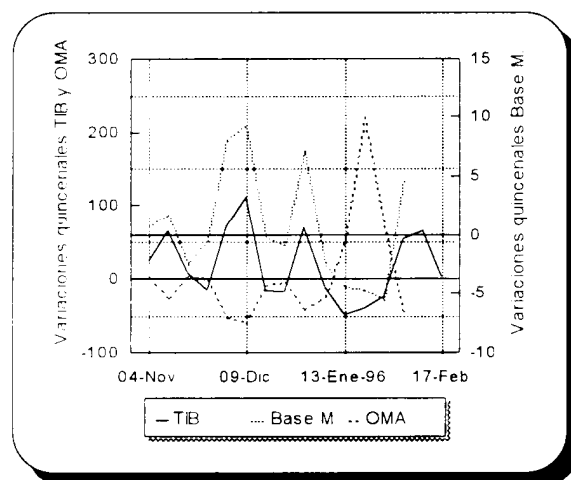
El 92% de los títulos redimidos correspondieron a los bancos.

En esa semana la tasa interbancaria alcanzó una variación semanal de 12

puntos, al registrar un nivel promedio de 33% E.A.

En el gráfico 1 se observa la forma en que el Banco de la República lleva a cabo su política monetaria, con aumentos y disminuciones en el saldo de las OMA para lograr una menor inestabilidad de la tasa interbancaria. Estas variaciones en el saldo de las OMA, originadas en cambios en la liquidez del mercado interbancario, determinan las variaciones en la base monetaria.

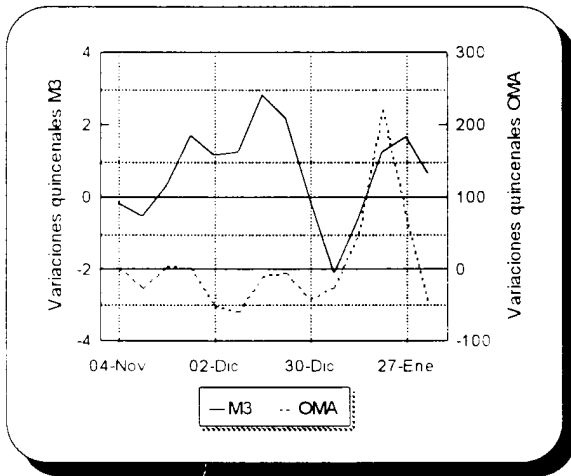
**Gráfico 1**  
Saldo de las OMA, base monetaria y tasa interbancaria. Tasas de crecimiento quincenal.



Fuente: Banco de la República y encuesta diaria de Asobancaria. Cálculos Asobancaria

De acuerdo con el gráfico 2, en el corto plazo, una variación positiva del saldo de las OMA tiene el mismo efecto en M3.

**Gráfico 2**  
Saldo de las OMA y M3. Tasas de crecimiento quincenal.



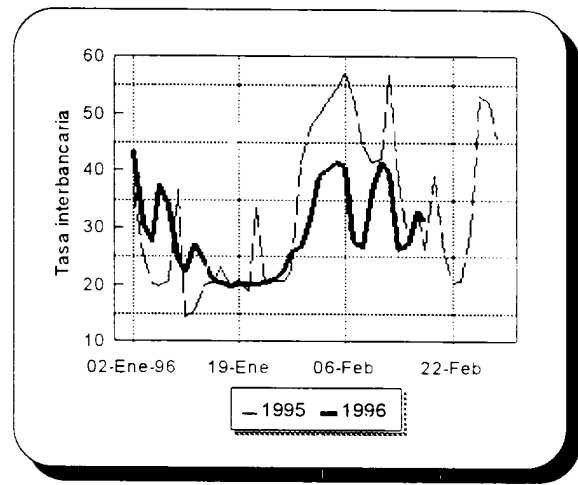
Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria

En la semana que terminó el 3 de febrero, el saldo de M2 sufrió una disminución de \$200 mil millones, de los cuales el 7,6% correspondió a una caída en el ahorro de los bancos.

### B. Tasas de Interés

En la semana que terminó el pasado 16 de febrero, el promedio de la tasa interbancaria (33.6% E.A.) se mantuvo en los niveles registrados en el transcurso del mes.

**Gráfico 3**  
Tasa interbancaria diaria.



Fuente: Encuesta diaria Asobancaria.

El comportamiento de la tasa se vio afectado por los retiros que realizó la Tesorería General de la Nación y por el pago de las cesantías (febrero 15).

**Cuadro 1**  
Vencimiento de OMA  
(Millones de pesos)

20-feb-96	88.412
21-feb-96	27.038
22-feb-96	9.137
23-feb-96	72.000
Total	108.175

Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria

El Banco de la República aceptó ofertas en Títulos de Participación clase "B" por \$208 mil millones, colocados en su mayoría entre 15 y 17 días de plazo al 50,2% E.A.

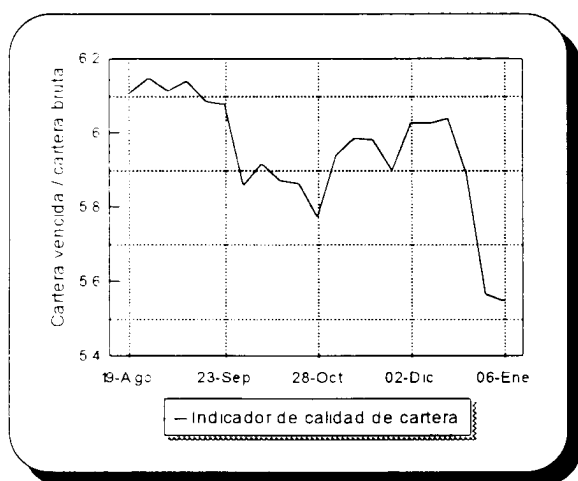
El promedio semanal de la tasa de los CDT de tesorería a 90 días, registró una leve disminución con respecto a la semana anterior al cerrar en 33.6% E.A.

### C. Cartera de créditos

De acuerdo con cifras provisionales del Banco de la República, en la semana que terminó el 3 de febrero la tasa de crecimiento anual de la cartera total del sistema financiero continuó descendiendo (34,4%), al igual que la cartera en moneda legal (33,6%).

Cifras provisionales de la Superintendencia Bancaria muestran que en la primera semana de 1996, el indicador de calidad de la cartera del sistema financiero mantenía la tendencia descendente, al alcanzar un nivel de 5,55%

**Gráfico 4**  
**Indicador de calidad de la cartera\***

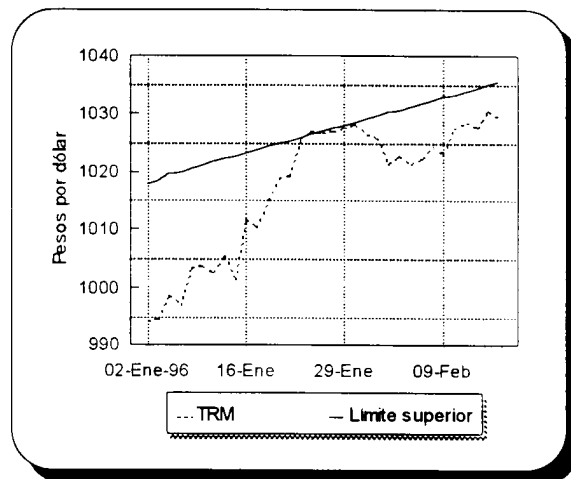


Fuente: Superintendencia Bancaria. \*cartera vencida/cartera bruta

## II. MERCADO CAMBIARIO

En la semana que terminó el 16 de febrero, la TRM alcanzó un nivel de \$1.029,5, con una variación semanal de seis pesos, 0,58% por debajo del límite superior de la banda cambiaria.

**Gráfico 5**  
**TRM y Límite superior de la bandas cambiaria**



Fuente: Banco de la República.

Al finalizar la semana la devaluación anual era de 21,3%, con una devaluación en lo corrido del año de 4,24%.

## III. INVERSION EXTRANJERA

El aumento en los flujos de inversión extranjera hacia los mercados emergentes está determinado por la disminución en las tasas de interés en los países desarrollados.

Sin embargo, el volumen de los capitales que llegarán a los mercados emergentes está determinado por la liquidez de los papeles en los que se puede invertir; países como Argentina, Brasil o México presentan mejores oportunidades, porque en cualquier momento un inversionista puede sacar los dólares de estos países sin muchos problemas: no sucede lo mismo en Colombia o Chile, en donde la inversión extranjera presenta algunas restricciones para la entrada y salida de capitales.

Aunque, de acuerdo con la Unión de Bancos Suizos, esta situación desmejora la calificación para la inversión de portafolio en Colombia, favorece la renuencia de los

capitales especulativos a entrar al mercado colombiano y a crear distorsiones que afecten la política económica.

En el cuadro 2 se observa la clasificación hecha por Standard & Poor, en la que se tiene en cuenta la estabilidad económica y las perspectivas de inversión de más largo plazo.

**Cuadro 2**

**Clasificación de la inversión en América Latina por Standard & Poor**

Grados de inversión	Calificación	Países en cada nivel
	A-	Chile
	BBB+	
	BBB	
	BBB-	Colombia
Grados de especulación	BB+	Uruguay
	BB	México
	BB-	Argentina y Paraguay
	B+	Venezuela y Brasil

*Fuente: UBS Global Research. Enero de 1996.*