

VIABILIDAD DE LA DEUDA EXTERNA COLOMBIANA

(Resumen)

Este documento analiza la evolución de la deuda externa colombiana con el fin de revisar las condiciones bajo las cuales cabría esperar una estabilización de la relación deuda externa/producto. Esta relación es una de las principales variables que analizan los mercados internacionales para determinar la viabilidad externa de nuestra economía. Utilizando el modelo de Simonsen sobre dinámica de la deuda externa, llegamos a la conclusión que los recientes superávits en la cuenta corriente (no financiera) de la balanza de pagos permiten ser optimistas sobre las posibilidades de estabilizar la relación deuda externa/producto a niveles cercanos al 35%, donde el componente público se estabilizaría a niveles del 25% y el sector privado a niveles del 10% del PIB. Sin embargo, esto supone que el esfuerzo exportador del país continua por buen camino, al tiempo que el gobierno tiene éxito en la reducción del déficit fiscal consolidado por debajo del 2% del PIB en años venideros.

Por: Sergio Clavijo ^{*/}

Mayo de 2001

Clasificación JEL: Deuda Externa (F34); Deuda Pública (H63); Latinoamérica (N26).

^{*/} Miembro de la Junta Directiva Banco de la República. Las opiniones aquí expresadas son exclusiva responsabilidad del autor y no necesariamente son compartidas por la Junta Directiva del Banco de la República. El autor agradece a José I. Lozano y Enrique Montes, funcionarios del Banco de la República, su colaboración en la compilación y entendimiento de las diversas fuentes estadísticas.

I. INTRODUCCION

A principios del año 2001 tuvieron lugar una serie de reuniones especiales con las calificadoras de riesgo con el objeto de analizar las perspectivas de América Latina. En ese momento había nerviosismo sobre el discurrir de la Argentina y un marcado optimismo por la recuperación fiscal del Brasil y la consolidación de México alrededor del NAFTA. Estas reuniones coincidieron con la llegada de la nueva Administración Bush y con el anuncio de un claro debilitamiento de la economía de EE.UU., donde se pronostica un crecimiento del 1.5% real para el presente año, después de registrar un crecimiento cercano al 5% real durante el 2000. Esta desaceleración del crecimiento en EE.UU. da por terminada la fase expansiva mas larga en la historia reciente de ese país, iniciada en 1991.

A pesar de los serios problemas fiscales que se habían derivado de las leyes instituidas durante los años 1992-94, al amparo de la nueva Constitución de 1991, Colombia obtuvo su “grado de inversión” en 1995. Durante los años 1996-98, el país experimentó altos déficits fiscales (5% del PIB), así como en la cuenta externa (4% del PIB), y una clara desaceleración económica (2% real en promedio). Como resultado de ese mal desempeño macroeconómico, Colombia recibió serias advertencias para que adoptara correctivos estructurales conducentes a evitar una degradación en su calificación de riesgo crediticio internacional.

En el periodo Agosto de 1998 – Marzo de 1999, se permitieron devaluaciones mas rápidas del peso frente al dólar, se redujo el gasto del gobierno central y se procedió a declarar la emergencia económica para enfrentar la crisis financiera. No obstante, dichas acciones resultaron insuficientes para evitar la pérdida de nuestro “grado de inversión”, conduciéndonos al “grado especulativo” a partir de Abril de 1999. Mas aun, las perspectivas de Colombia para el corto plazo fueron puestas en negativo a partir de Mayo de 2000 y en la reunión de Enero del 2001 se concluyó lo siguiente:

“Después de un año de alta incertidumbre política durante el 2000, el gobierno ha logrado la aprobación de importantes reformas estructurales...

Standard&Poors (S&P) caracteriza el caso de Colombia como uno de “todo o nada”, en el sentido de que un fracaso en la implementación final de estas reformas fiscales impediría consolidar las mejoras requeridas para revertir el deterioro reciente en los indicadores de deuda externa.

Para remover este balance “negativo” en las perspectivas de corto plazo y lograr la posición de “estable” alrededor de la calificación BB *será indispensable revertir dicho comportamiento en los indicadores de deuda externa*”

(J.P. Morgan, 2001; nuestra traducción y énfasis).

Esta posición fue ratificada en el mes de febrero del 2001, cuando S&P decidió mantener en negativo las perspectivas de corto plazo para Colombia. En ese momento se adujo que ello obedecía a la incertidumbre que rodeaba el proceso de paz iniciado en 1998 y a las bajas probabilidades de superar crecimientos sostenidos superiores al 4% real, pues esto dependía de la consolidación de los proyectos de inversión, especialmente de los apoyados por la inversión extranjera directa en sectores estratégicos.

Las perspectivas externas se han agravado aun mas desde el estallido de la crisis en Turquía en febrero y las dificultades de Argentina en marzo del 2001. Las calificadoras de riesgo reaccionaron rápidamente reduciendo la calificación en las deudas de corto plazo de Turquía y en el caso de Argentina no dejaron duda sobre la gravedad de la coyuntura: redujeron su calificación en varias escalas hasta llevarla a niveles inferiores a los de Turquía o Rusia (países que han repudiado algunas porciones de su deuda soberana o que se encuentran al borde de hacerlo).

En Abril de 2001, y en contraste con el tratamiento dado a estos países en crisis, Colombia logró

que Moody's mantuviera las perspectivas de corto plazo en el rango de "estable", gracias a la estabilidad en sus cuentas externas y al cumplimiento de las metas fiscales. Sin embargo, el conjunto de las calificadoras de riesgo volvieron a advertir sobre la importancia de profundizar los ajustes estructurales que permitieran reducir los indicadores de deuda pública y el conjunto de la deuda externa. *Hasta tanto estas medidas no se concreten, Colombia no estará en capacidad de mejorar su calificación de riesgo, sino que a duras penas mantendrá una actitud defensiva sobre sus perspectivas de "corto plazo"*.

De otra parte, es claro que la producción manufacturera de Colombia ha reaccionado positivamente al crecer casi el 11% real durante el año 2000 y que en ello la dinámica exportadora fue definitiva. Sin embargo, aun con el crecimiento del 25% real observado en la inversión privada, la utilización de la capacidad instalada podría verse presionada al alza en el mediano plazo. También cabe señalar que ya se observa una utilización superior al promedio histórico del 72% en cerca de un tercio del sector manufacturero. Algunas proyecciones nos indican que si la inversión privada continua creciendo a la tasa del 25% real durante los próximos dos años, la relación (inversión total/producto) apenas estaría regresando a sus niveles históricos del 18%.

En este trabajo analizaremos la evolución de la deuda externa colombiana con el fin de revisar las condiciones bajo las cuales cabría esperar una estabilización de la relación deuda externa/producto. Como lo hemos señalado, el comportamiento de esta relación es una de las principales variables que analizan los mercados internacionales para determinar la viabilidad externa de nuestra economía, derivando de allí las condiciones de solvencia y la respectiva calificación y costo de nuestra deuda externa. A diferencia de lo que ocurre en los debates nacionales, donde se postula la restructuración de la deuda como *la solución de corto plazo*, en nuestro análisis el factor determinante proviene del comportamiento macroeconómico de mediano plazo y de las posibilidades de consolidar la dinámica exportadora reciente.

En el caso del sector público, la evolución de la deuda dependerá del éxito que tenga el gobierno en

reducir su déficit fiscal y de la utilización que se haga de los recursos de las privatizaciones para reducir sus pasivos con el exterior. En el caso del sector privado su deuda será el resultado *neto* del ahorro interno que dedique al pre-pago del excesivo endeudamiento de los años 1993-97, de una parte, y del éxito que se tenga en atraer la inversión extranjera directa para financiar nuevos proyectos de inversión, evitando así tener que recurrir a nuevo endeudamiento.

A su vez, la eficiencia del gasto público y privado determinarán la evolución del sector real de la economía, que es el denominador en la relación deuda/producto. Una vez alcanzada una tasa de cambio real cercana a la paridad de largo plazo, como la que se ha logrado tras la flotación del peso frente al dólar (a partir de septiembre de 1999), la dinámica del producto real de Colombia dependerá de la inversión productiva y del comportamiento de la demanda externa (principalmente del mercado norteamericano y de la región andina). Todos estos efectos se reflejarán en la dinámica de la cuenta corriente de la balanza de pagos y de sus contrapartidas en la cuenta de capital.

Es claro que los llamados que se hacen a reestructurar la deuda, apoyados en Emisiones del Banco de la República (Cabrera y González, 2000), encierran visiones de muy corto plazo que poco aportan al entendimiento de las soluciones estructurales. Como ya lo han dicho los analistas internacionales y las propias calificadoras de riesgo, en el caso Colombiano dichas soluciones requieren que el sector público consolide su ajuste fiscal para así abrir el espacio necesario para la inversión del sector privado. Solo en la medida en que el sector público reduzca su presión sobre las tasas de interés reales (Hernández, et.al. 2000) y sus necesidades tributarias, será posible estabilizar los indicadores de deuda y recuperar el ansiado “grado de inversión” a nivel internacional.

Utilizando el modelo de Simonsen (1985) sobre dinámica de la deuda externa, en este documento llegamos a la conclusión que los recientes superávits en la cuenta corriente (no financiera) de la balanza de pagos permiten ser optimistas sobre las posibilidades de estabilizar la relación deuda externa/producto a niveles cercanos al 35%, donde el componente público se estabilizaría a niveles del 25% y el sector privado a niveles del 10% del PIB. Sin embargo, esto supone que el esfuerzo

exportador del país continua por buen camino, al tiempo que el gobierno tiene éxito en la reducción del déficit fiscal consolidado por debajo del 2% del PIB en los años venideros, tal como se tiene contemplado en el programa con el FMI. Sin lugar a dudas, la consolidación de este enfoque exportador también dependerá del éxito que se alcance en las negociaciones referentes al ATPA-CBI en el corto plazo y en las del ALCA hacia el mediano plazo.

En la segunda sección se analiza el comportamiento reciente de la deuda externa pública y privada, así como la evolución de la deuda del sector público no financiero. También adelantamos algunas comparaciones a nivel Latinoamericano. En la tercera sección se explica brevemente el modelo de Simonsen y se analizan los resultados para Colombia en el futuro cercano. En la cuarta sección se presenta un resumen y las conclusiones.

II. DEUDA EXTERNA Y DEUDA PÚBLICA TOTAL

A. La Deuda Externa Pública y Privada

En el cuadro 1, se observa que a principios de los años noventa la deuda externa total de Colombia bordeaba los US\$18,000 millones, donde la deuda pública era cercana a los US\$15,500 millones (85% del total) y la privada a los US\$2,500 millones (15% del total). Al finalizar el ciclo de expansión crediticia de los años 1993-1997, la deuda externa total se había prácticamente duplicado, llegando a niveles de US\$32,000 millones, de los cuales US\$15,000 millones eran deuda privada (ahora 48% del total), mientras la pública se mantenía alrededor de los US\$17,000 millones (52% del total).

A raíz de la crisis Asiática, durante el periodo 1998-2000 se ha observado una reducción de la deuda privada, a niveles cercanos a los US\$13,000 millones (38% del total). Sin embargo, el sector

Cuadro 1: DEUDA EXTERNA PUBLICA Y PRIVADA DE COLOMBIA *

	(En millones de Dólares)			(En porcentaje del PIB)		
	Publica	Privada	Total	Publica	Privada	Total
1990	15,471	2,522	17,993	33.0	5.4	38.4
1995	15,540	9,211	24,751	16.8	10.0	26.7
1996	16,249	12,698	28,947	16.7	13.1	29.8
1997	16,453	15,228	31,681	15.4	14.3	29.7
1998	18,468	15,068	33,536	18.6	15.2	33.8
1999	19,751	13,873	33,624	22.8	16.0	38.9
2000	20,248	13,015	33,263	24.4	15.7	40.1
2001(e)	21,754	11,426	33,180	24.8	13.0	37.8
Variación:						
2001/1995	6,214	2,215	8,429	8.0	3.1	11.1

(e): Estimado

* Incluye deuda de corto plazo y la deuda del sector financiero, pero excluye leasing y las titularizaciones. El total es inferior al reportado en IMF (2000; 2001), pues dichas cifras están desactualizadas y no recogen el efecto de los pre-pagos.

Fuente: Elaborado con base en Banco de la República (2001) y Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

público ha venido ocupando el espacio así dejado por el sector privado, incrementando su endeudamiento a niveles cercanos a los US\$20,000 millones (62% del total). Se estima que al finalizar el año 2001 la deuda externa total de Colombia se estabilizaría alrededor de los US\$33,000 millones. A pesar del favorable efecto compensatorio que han representado los pagos y pre-pagos de la deuda externa privada, este balance arroja un incremento cercano a los US\$8,000 en el endeudamiento externo del país entre los años 1995-2001(e), de los cuales US\$6,000 millones corresponden al sector público y US\$2,000 millones al sector privado.

En el mismo cuadro 1 se observa que, en términos del tamaño de nuestra economía, la deuda externa se ha incrementado en 11 puntos del producto, pasando del 27% del PIB a cerca del 38% del PIB entre los años 1995-2001. Nótese, sin embargo, que los niveles actuales de deuda externa son iguales a los que tuvo el país a principios de los años noventa (38% del PIB). Lo que llama la atención es el notable incremento de la deuda privada, que llegó a representar el 16% del PIB en los años 1990-2000, casi tres veces el valor de 1990. Como veremos, esta evolución de la deuda privada externa no es exclusiva de Colombia. En los mercados emergentes esta tendencia ha sido la norma, como resultado de la apertura en la cuenta de capital, tal como ocurrió en Chile o Brasil en las décadas precedentes. Curiosamente, la gran afluencia de inversión extranjera directa hacia Latinoamérica no ha evitado el incremento en los indicadores de deuda externa, siendo la excepción el caso de México en la post-crisis Asiática.

Si bien el sector público mantiene niveles de deuda externa del 25% del PIB, cerca de 8 puntos por encima de lo observado en 1995, este nivel es inferior al 33% del PIB observado en 1990. En ello ha jugado un papel muy importante los pre-pagos de la deuda externa pública de los años 1992-95 y los procesos de privatizaciones de empresas estatales que permitieron remover de la contabilidad pública cuantiosos pasivos. Por ejemplo, el valor de las privatizaciones representaron cerca de 8% del PIB durante los años 1990-98, de los cuales solo una mínima parte correspondía a activos del gobierno central (Clavijo, 1998 p.453). Sin embargo, durante el año 2000 el gobierno nacional tuvo que asumir las deudas externas de Carbocol e Isagen, por un valor equivalente a US\$517 millones.

B. La Deuda del Sector Público No Financiero (SPNF)

Otra razón por la cual la deuda pública externa no se incrementó mas aceleradamente durante la segunda mitad de los años noventa tiene que ver con el activo uso que se hizo del endeudamiento interno a través de los TES. En efecto, en el cuadro 2 se observa que la deuda interna del Sector Público No Financiero (SPNF), convertida a la tasa promedio del mercado (TRM), equivalía a cerca de US\$4,400 millones en 1990. Sumada a los US\$15,400 millones de deuda externa pública de ese entonces, se observa que el endeudamiento público total era cercano a los US\$20,000 millones en 1990.

Se estima que, durante el periodo 1995-2001(e), la deuda interna habrá presentado un crecimiento de US\$9,500 millones, de tal manera que la deuda pública interna acumulada será de unos US\$19,500 millones hacia finales del 2001(e), cifra prácticamente igual a la de la deuda externa pública. Así, el valor total de la deuda pública del SPNF se mantendrá en niveles cercanos a los US\$41,000 millones al cierre del 2001(e), donde es claro que la gran expansión durante los años noventa provino de la colocación de títulos de deuda interna (TES), donde su acervo alcanzará unos \$30 billones a finales de este año (incluidos los títulos de FOGAFIN).

Afortunadamente, la duración media de la deuda pública interna se ha ido extendiendo de 1.5 años en 1996 al rango 3.5-4.5 años en el periodo 1998-2001. Mas aun, a diferencia de la mala experiencia internacional que sufrieron México con sus Tesobonos, en 1995, y Brasil con su deuda *over-night*, en 1999, Colombia ha logrado evitar la concentración de papeles de corto plazo y, adicionalmente, la porción denominada en dólares se ha mantenido por debajo del 10% del total.

En porcentajes del producto, la deuda pública total se habrá incrementado en casi 20 puntos durante los años 1995-2001(e), pasando de 27% a 47% del PIB, de los cuales algo mas de la mitad son atribuibles al incremento en la deuda interna (ver cuadro 2). Gracias a la reducción del déficit fiscal

Cuadro 2: DEUDA SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO (SPNF) DE COLOMBIA

	(En millones de Dólares)			(En Porcentaje del PIB)		
	Externa *	Interna **	Total	Externa *	Interna **	Total
1990	15,471	4,362	19,833	33.0	9.3	42.3
1995	15,540	9,916	25,456	16.8	10.7	27.5
1996	16,249	11,499	27,748	16.7	11.8	28.6
1997	16,453	15,932	32,385	15.4	14.9	30.3
1998	18,468	16,411	34,879	18.6	16.5	35.1
1999	19,751	17,332	37,083	22.8	20.0	42.9
2000	20,248	18,524	38,772	24.4	22.3	46.8
2001(e)	21,754	19,437	41,191	24.8	22.1	46.9
Variación:						
2001/1995	6,214	9,521	15,735	8.0	11.4	19.4

(e): Estimado

* Incluye deuda de corto plazo y la deuda del sector financiero, pero excluye leasing y las titularizaciones. El total es inferior al reportado en IMF (2000; 2001), pues dichas cifras están desactualizadas y no recogen el efecto de los pre-pagos.

** Incluye deuda territorial y la de empresas públicas (sin neteo intra-sectorial), convertida a Dólares a la TRM-promedio-año.

Fuente: Elaborado con base en Banco de la República (2001) y Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

del SPNF de niveles cercanos al 5% del PIB en 1999 a niveles del 3.6% del PIB en el 2000 y 2.5% del PIB en el 2001(e), la deuda pública estará estabilizándose en el año 2001 por primera vez desde el año 1994.

C. Comparación con América Latina

Tal como se observa en la segunda columna del cuadro 3, estos niveles de deuda pública de Colombia (47% del PIB) han dejado de ser moderados y se ubican en niveles superiores a los de Argentina (46%), Chile (32%), México (21%) o Venezuela (38%). Dentro de esta muestra de países grandes de América Latina, el nivel de endeudamiento público de Colombia tan solo es superado por el Brasil (60%).

Mas aun, nótese que, durante el periodo 1997-2001(e), el país con el mayor incremento en su endeudamiento público ha sido Colombia (con un alza de casi 17 puntos respecto al PIB), secundado por Argentina (11 puntos del PIB). Esto contrasta con lo ocurrido en países de la región donde se tomaron correctivos fiscales drásticos y su deuda pública se logró contraer (Chile y México). Inclusive Brasil ha logrado regresar a los niveles de endeudamiento de la pre-crisis (60% del PIB), mientras que Venezuela ha usado sus ganancias petroleras extraordinarias para reducir su endeudamiento (a 38% del PIB), aun sin corregir sus serios problemas estructurales.

Tan preocupante como el incremento de la deuda pública total ha resultado el incremento de la deuda externa total (pública y privada), aun en el contexto latinoamericano. En la primera columna del cuadro 3 se observa que mientras México y Venezuela han reducido sus indicadores de deuda externa por debajo del 30% del PIB en el periodo 1997-2001(e), Argentina, Brasil, Chile y Colombia lo han incrementado entre 8-16 puntos del producto. Sin embargo, en este frente hay sorpresas, pues de estos países Colombia es el que menos incrementó su endeudamiento externo total (8 puntos del PIB), mientras que Chile fue quien mas lo elevó (16 puntos del PIB), en ambos casos liderados por el sector privado. La diferencia está en que mientras Chile contrajo su endeudamiento público, para abrirle espacio al sector privado, en Colombia tanto el público como

Cuadro 3: DEUDA EXTERNA Y PUBLICA EN AMERICA LATINA

País	Años	(Como Porcentaje del PIB)		Relación Reservas Int. / Amortizaciones
		Deuda Externa	Deuda Pública Consolidada	
Argentina	1997	42.6	34.5	1.70
	2000	52.5	45.0	0.90
	2001(e)	54.3	46.0	0.90
	Var.01/97	11.7	11.5	-0.80
Brasil	1997	24.8	60.0	0.79
	2000	40.6	65.0	0.55
	2001(e)	39.6	60.0	0.70
	Var.01/97	14.8	0.0	-0.09
Chile	1997	35.2	38.3	3.20
	2000	51.5	34.1	3.00
	2001(e)	51.5	32.5	3.00
	Var.01/97	16.3	-5.8	-0.20
Colombia	1997	29.7	30.3	1.08
	2000	40.1	46.8	1.02
	2001(e)	37.8	46.9	1.00
	Var.01/97	8.1	16.6	-0.08
Mexico	1997	38.8	24.0	0.40
	2000	30.2	20.8	0.80
	2001(e)	29.4	20.8	0.80
	Var.01/97	-9.4	-3.2	0.40
Venezuela	1997	39.6	40.3	2.21
	2000	28.2	35.3	3.62
	2001(e)	28.3	38.1	3.59
	Var.01/97	-11.3	-2.2	1.38

Fuente: Elaborado con base en IMF (2000) y Goldman & Sachs (2001)

el privado experimentaron un proceso de sobre-endeudamiento. Otra diferencia importante a favor de Chile es que dicho endeudamiento privado estuvo apoyando proyectos de inversión que permitieron que dicha economía creciera a tasas superiores al 6% real por año, mientras que en Colombia el PIB-real ha promediado crecimientos inferiores al 2% real por año en el último lustro.

De otra parte, mientras Argentina y Chile exhiben los niveles de endeudamiento externo mas elevados (superiores al 50% del PIB), Brasil y Colombia se ubican en niveles intermedios (40% del PIB) y México y Venezuela en niveles moderados (30% del PIB). La prudencia financiera indica que estos países deberían mantener indicadores de liquidez acordes con sus niveles de deuda externa: a mayor endeudamiento, se requieren mejores indicadores de liquidez, con el fin de tranquilizar a los mercados frente a choques que pudieran alterar los cronogramas de pagos.

En la última columna del cuadro 3 se observa que este es el caso de Chile, donde la relación Reservas Internacionales Netas/Total Amortizaciones de Corto y Largo Plazo se ha mantenido en relación de 3 a 1, pero no el de Argentina, donde ni siquiera es de 1 a 1. Colombia mantiene un indicador de liquidez adecuado, cercano a la unidad, aunque sería deseable poderlo llevar a niveles de 1.20 para dar mayor tranquilidad al mercado internacional, en presencia de choques externos.

En síntesis, en Colombia el periodo 1995-2001(e) se caracterizó por un elevado endeudamiento del sector público, el mas marcado de América Latina, con niveles de deterioro tan solo equiparables a los de la Argentina (incrementos equivalentes a 17 y 11 puntos del producto, respectivamente). De las economías grandes de la región, las mas endeudas a nivel público son Brasil (60% del PIB), Argentina (46% del PIB) y Colombia (47% del PIB). Sin embargo, en el caso de Colombia estos incrementos no se han reflejado uno a uno en los indicadores de deuda externa (como es el caso de Argentina), pues se recurrió a incrementar principalmente la deuda interna, llegando esta a representar prácticamente el mismo valor de la deuda externa (22% del PIB).

Tanto por el ritmo al cual se ha incrementado la deuda pública como por el nivel alcanzado, el país debe acoger las recomendaciones de las calificadoras de riesgo de trabajar rápidamente en

la dirección de contener este deterioro en los indicadores de deuda, para lo cual es menester implementar las reformas estructurales en las finanzas públicas, especialmente en lo relativo a las transferencias territoriales y al tema pensional (en todos sus ribetes). Es igualmente importante concretar los planes de privatizaciones de activos, de tal manera que dichos recursos puedan apoyar la política de reducción de pasivos con el exterior.

El endeudamiento privado externo se ha estado corrigiendo al haberse reducido en cerca de US\$4,000 millones en el periodo 1997-2001(e), estabilizándose en niveles cercanos a los US\$11,500 millones (13% del PIB). No obstante, y de forma similar a lo ocurrido en Chile, la apertura de la cuenta de capital probablemente inducirá que estos niveles se mantengan alrededor del 10% del PIB, en vez de regresar a los niveles del 5% del PIB observados a principios de los años noventa. En la medida en que estos recursos se dirijan a proyectos de inversión y se complementen con la inversión extranjera directa, estos niveles de endeudamiento privado externo resultarán perfectamente compatibles con una recuperación del crecimiento a niveles superiores al 4% real por año en el mediano plazo.

México ha dado ejemplo sobre cómo, a través de una consolidación de una economía exportadora, es posible conquistar el grado de inversión, tal como ocurrió en el año 2000, a pesar de la severa crisis experimentada cinco años atrás (véase Clavijo, 2000). Este es el camino que debemos perseguir y en buena medida ello depende del éxito que se tengan en profundizar los ajustes fiscales ya iniciados.

III. NIVELES DE DEUDA EXTERNA Y ESFUERZO EXPORTADOR

En esta sección se busca responder bajo qué circunstancias de expansión de las exportaciones (no financieras) cabría esperar que Colombia pudiera frenar el ritmo de crecimiento de su endeudamiento externo. Como vimos, los niveles actuales de deuda externa neta representan el 37% del PIB, pero dependiendo del curso que tomen las tasas de interés externas y el ritmo de

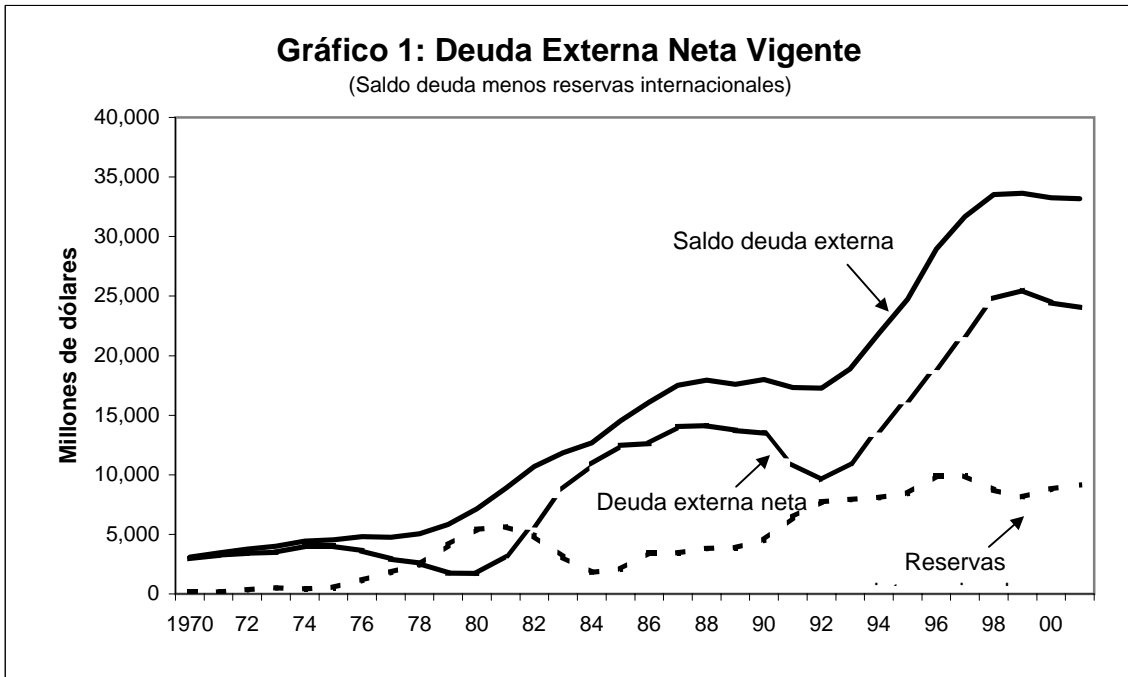
crecimiento de las exportaciones vis-à-vis el de las importaciones, resultará posible reducir rápidamente estos niveles de endeudamiento externo. Antes de entrar en el modelo formal, resulta útil revisar la evolución histórica de algunas variables claves.

A. La Deuda Externa Neta (de Reservas Internacionales)

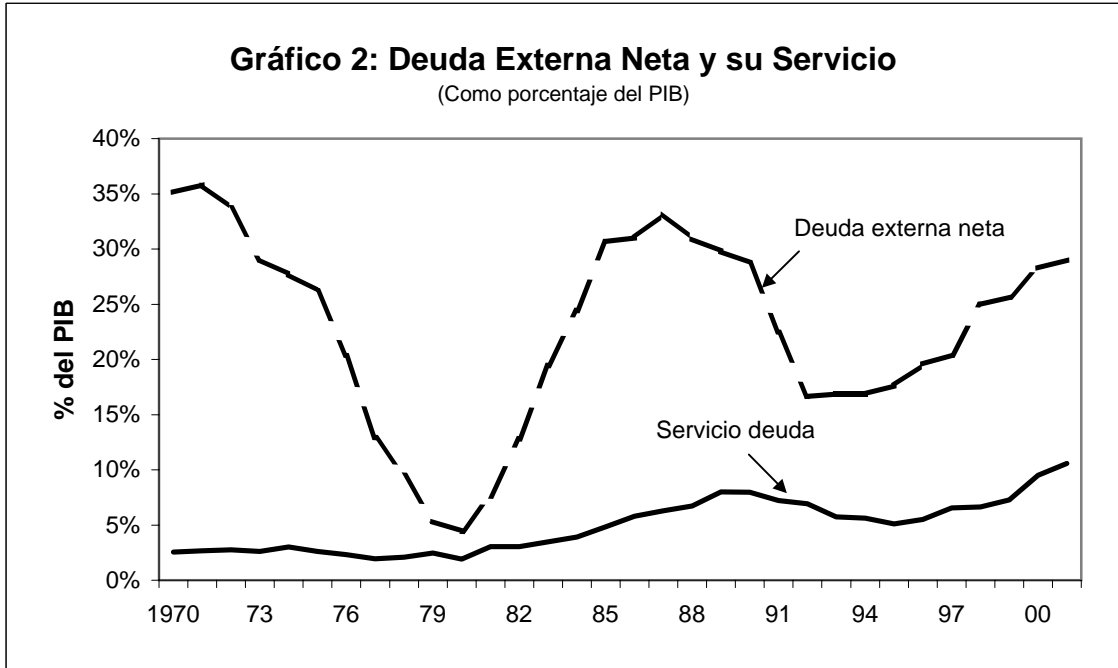
En los gráficos 1 y 2, se observa que la deuda externa neta (de reservas internacionales) era tan solo de US\$1,700 millones a principios de los años ochenta, equivalente a 4% del PIB. Esta deuda neta fue en ascenso hasta alcanzar un pico de US\$14,000 millones (33% del PIB) en 1987. Como se recordará, el cambio mas dramático ocurrió entre los años 1982-85, cuando el monto de las reservas internacionales netas llegó a estar por debajo de los US\$2,000 millones (menos de 3.5 meses de importaciones) y la deuda externa nominal se incrementó en cerca de US\$5,500 millones en tan solo cuatro años (Mayores detalles en Caballero, 1997). Estos niveles de US\$14,000 millones de deuda neta se mantuvieron hasta 1990, pero a partir del allí se logró reducir a niveles de US\$11,000 millones en 1993 (17% del PIB), gracias a las políticas de pre-pagos de deuda externa, amparados en importantes superávits fiscales y el continuo crecimiento de las reservas internacionales.

Tal como ya se explicó, durante los años 1995-2001(e) se ha observado un marcado incremento en el endeudamiento externo, el cual, neto de las reservas internacionales, alcanza niveles de 28% del PIB, tan solo equiparables a los picos históricos de 1971 y 1987.

En el gráfico 2 también se puede observar cómo el servicio de la deuda externa total se elevó de niveles del 3% del PIB a finales de los años setenta hasta alcanzar cerca del 8% del PIB en 1990. Dicho servicio de la deuda ha vuelto a incrementarse hasta llegar a niveles históricamente elevados del 10% del PIB en el 2001(e).



Fuente: Banco de la República y cálculos propios



Fuente: Banco de la República y cálculos propios

B. Composición Histórica de la Deuda Externa

En el gráfico 3 se ilustra la composición de la deuda externa, donde se observa el papel dominante que desempeñó el componente público, especialmente durante el periodo 1980-91. Sin embargo, a partir de allí la deuda privada repuntó como resultado de la apertura en la cuenta de capital, llegando a niveles del 16% del PIB en 1999, como ya se comentó.

Cabe destacar también la composición de la deuda privada entre largo y corto plazo. Por ejemplo, en la primera parte de los años ochenta dos terceras partes de la deuda privada era de corto plazo, atadas directamente al comercio internacional (ver gráfico 4). A partir de 1993, se observó un repunte de la deuda de largo plazo, invirtiéndose su composición a favor del largo plazo.

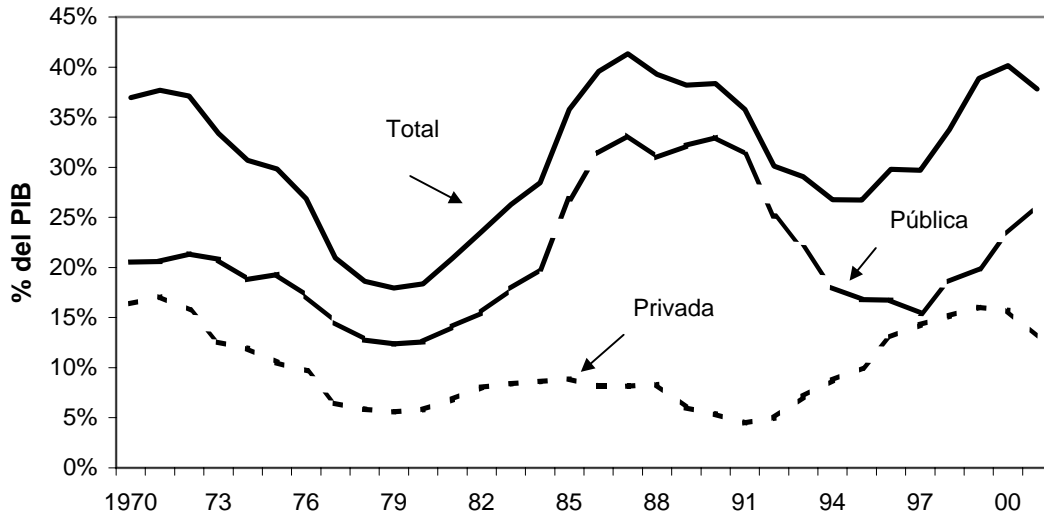
C. Transferencia Neta de Recursos al Exterior

Dicha transferencia se define como la diferencia entre los desembolsos, de una parte, y los pagos de amortizaciones e intereses, de otra. En el gráfico 5 se presenta su evolución, diferenciando el componente del sector público del privado. El componente público presentó entradas netas (+) durante los años 1972-74, cuando Colombia fue inclusive objeto de un crédito de stand-by del FMI, superando las salidas netas (-) del sector privado. En el período 1975-85 se observaron flujos netos cercanos al equilibrio, salvo los influjos de principios de los años ochenta. Los años 1987-1992 fueron de pagos netos, liderados por el sector público, mientras que los años 1994-97 fueron de influjos liderados por el sector privado. Mas recientemente (1999-2001), se han observado pagos al exterior superiores al 3% del PIB, claramente reflejados en el comportamiento de la deuda privada.

D. El Esfuerzo Exportador y la Estabilización del Endeudamiento Externo

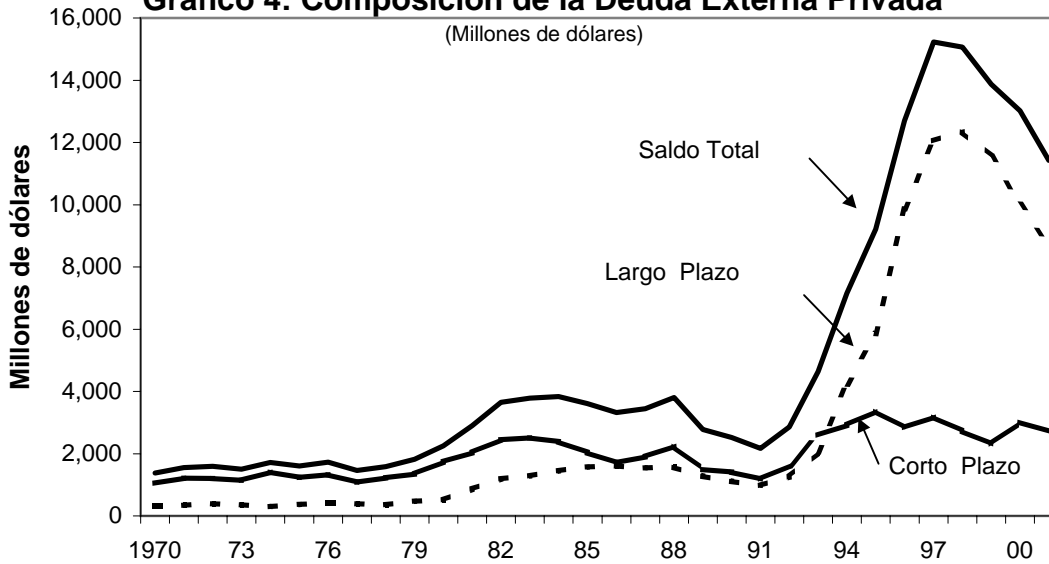
En el Anexo se explican los detalles técnicos que ilustran cómo las posibilidades de reducción de la deuda externa dependen crucialmente de, primero, la diferencia entre la tasa de crecimiento de las exportaciones (x) (no financieras) y la tasa de interés externa (i), que se cobra sobre la deuda, y,

Gráfico 3: Composición de la Deuda Externa
(Como porcentaje del PIB)



Fuente: Banco de la República y cálculos propios

Gráfico 4: Composición de la Deuda Externa Privada
(Millones de dólares)



Fuente: Banco de la República y cálculos propios

segundo, del nivel de la deuda externa neta respecto de las exportaciones no financieras, donde es posible definir $Z = (\text{Deuda Externa} - \text{Reservas Internacionales}) / (\text{Exportaciones no financieras})$.

Para el análisis del primer componente, $(x - i)$, resulta útil repasar lo ocurrido durante las dos décadas anteriores. En el gráfico 6 se observa que mientras el crecimiento de las exportaciones no financieras estuvo entre 15-30% anual durante gran parte de la década de los setenta, la tasa de interés efectiva pagada sobre el total de la deuda externa estuvo entre 4-7% anual en dólares, con lo cual se generó un alivio financiero sobre el monto de la deuda que fluctuó entre 9-23 puntos porcentuales. Como resultado de lo anterior, la tasa de crecimiento de la deuda neta se fue reduciendo y al finalizar la década de los setenta tan solo representaba un 5% del PIB, como lo vimos anteriormente. Dicho en otros términos, mientras que la razón de deuda neta a exportaciones financieras era crítica a principios de los años setenta ($Z = 3$ en 1971), al finalizar la década se había reducido a niveles bajos ($Z = 0.3$ en 1980).

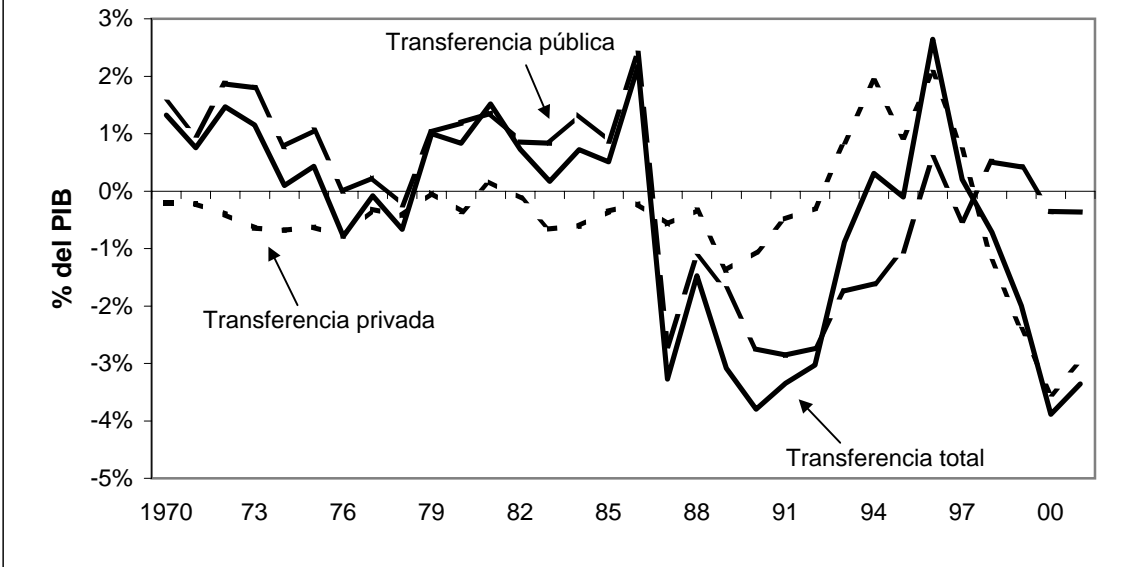
No obstante, durante la primera mitad de la década de los años ochenta las exportaciones se contrajeron, al tiempo que los intereses sobre la deuda externa se elevaban a tasas efectivas cercanas al 10% (en dólares). Esto generó una 'carga dinámica' $(i-x)$ sobre la deuda externa, llevando la razón deuda a exportaciones a niveles nuevamente elevados ($Z = 2.6$ en 1985). El buen comportamiento exportador del periodo 1986-90 permitió reducir nuevamente esta relación a niveles razonables ($Z=1$ en 1992), pero las dificultades posteriores lo llevaron a tasas relativamente elevadas en años recientes ($Z=1.8$ en 1999).

El segundo componente que resulta interesante analizar es el referente al 'esfuerzo exportador' requerido para frenar 'instantáneamente' el crecimiento de la deuda externa neta o, por ejemplo, al término de 5 años. En el primer caso el esfuerzo exportador depende del nivel de $Z = \text{Deuda} / \text{Exportaciones}$ y del nivel absoluto de la tasa de interés externa. En el caso dinámico la relación está dominada por la carga que genera $(i - x)$.

En el gráfico 7 se ilustran los resultados de estos ejercicios. Nótese, por ejemplo, que mientras se

Gráfico 5: Transferencia Neta vía Deuda Externa

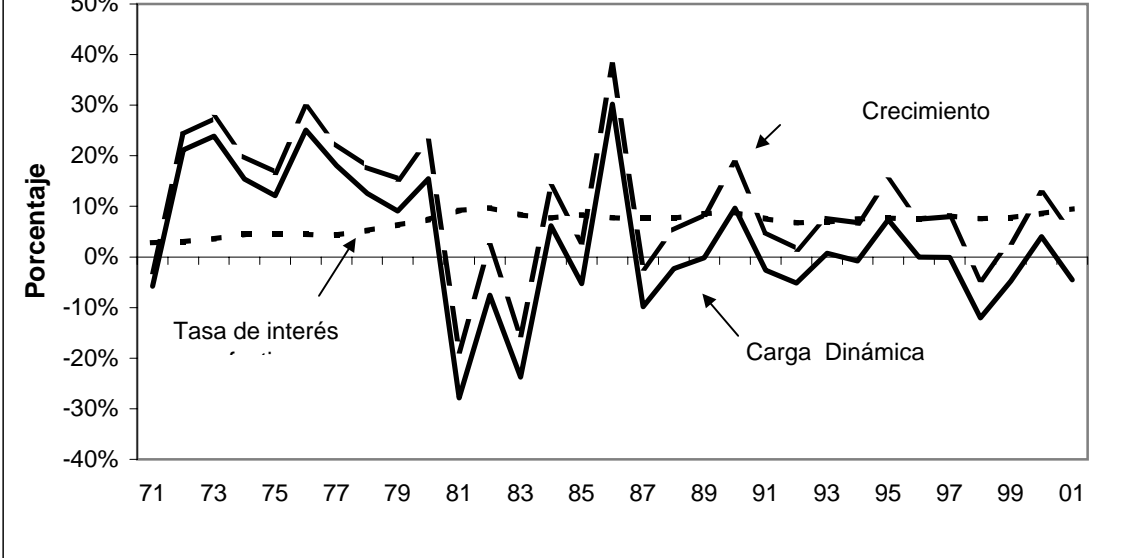
(Entrada neta (+), salida neta (-), como porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos propios

Gráfico 6: Carga Dinámica sobre la Deuda Externa

(Porcentajes; (+) Alivio, (-) Carga)



Fuente: Cálculos propios

tuvieron valores $(x - i)$ positivos y elevados durante la década de los años setenta, el esfuerzo exportador requerido fue cayendo del 10% a sólo el 2% anual (Ver también Anexo 2). Sin embargo, al generarse una importante carga dinámica sobre la deuda durante la primera mitad de los años ochenta, se llegó a requerir un esfuerzo exportador $(X - M)/X$ equivalente al 22% anual, por ejemplo, en 1985. Sostener este superávit exportador solo ha sido posible en épocas de favorables incrementos en los términos de intercambio, como los observados en 1986-89.

Por el contrario, durante los años 1993-98 se observaron elevados déficits en la cuenta corriente no financiera de la balanza de pagos, lo cual explica la peligrosa dinámica que tomó la deuda externa en su conjunto. Durante los años 2000 y 2001 se ha observado un esfuerzo exportador cercano al 8-9%, ligeramente inferior al 11% requerido para estabilizar la relación deuda/producto en un horizonte de cinco años. En este sentido se puede concluir que el esfuerzo exportador reciente, apalancado en una tasa de cambio real competitiva y en un alto crecimiento económico de los EE.UU., ha estado cercano a la tasa requerida para estabilizar este indicador de deuda. Sin embargo, presiones inflacionarias internas que deterioren la tasa de cambio real o caídas significativas en la demanda externa afectarían nuestro esfuerzo exportador, lo cual se reflejaría en crecimientos adicionales en la relación deuda/producto.

Conclusiones similares se obtienen al relacionar la tasa de crecimiento de la economía (en dólares) con la tasa de interés. Es posible demostrar que esta diferencia, multiplicada por la relación deuda/PIB, es un buen indicador del superávit requerido en la cuenta corriente (no financiera de la balanza de pagos) para evitar que crezca el nivel endeudamiento respecto del PIB. Estos cálculos indican que mientras a principios de los años noventa bastaba con mantener un equilibrio en dicha cuenta corriente, en los años 1998-2000 se hubiera requerido un superávit del orden de 5% del PIB para que la relación deuda/PIB no creciera. Esta condición claramente no se dio y de allí los incrementos dramático en dicha relación, ante comentados. Por ejemplo, si durante el año 2001 se presentara un crecimiento del PIB en dólares del orden del 5%, bastaría un superávit cercano al 1% del PIB en la cuenta corriente no financiera para lograr la estabilización de la relación deuda/producto.

En el gráfico 8 se presenta la trayectoria del déficit de la cuenta corriente (no financiera) de la balanza de pagos. También se ilustra la evolución de dicho déficit cuando se ajusta por la financiación proveniente de la inversión extranjera directa, la cual obviamente disminuye las necesidades de financiación de dicho déficit. Nótese, por ejemplo, que en los años 1993-95, el déficit de la cuenta corriente (no financiera) se redujo de niveles del 4% del PIB a cerca del 2% del PIB, gracias al efecto de la inversión extranjera directa. Esto pone de relieve la importancia de complementar nuestras necesidades de financiamiento externa a través de la inversión extranjera directa, tal como lo han hecho en las dos últimas décadas Chile, México y Brasil, lo cual ha permitido frenar el crecimiento del indicador deuda/producto.

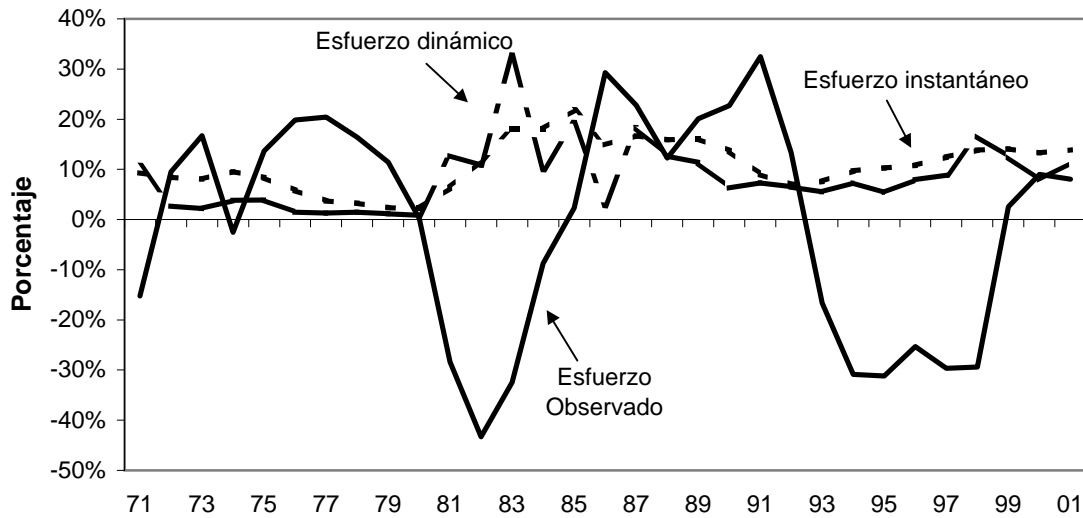
En síntesis, hemos visto cómo la situación del financiamiento externo puede cambiar rápidamente. En 1980 la situación de la deuda externa colombiana parecía inmejorable: la relación deuda neta/PIB era tan sólo de 4.5%, la tasa de crecimiento de las exportaciones superaba casi en 15 puntos la tasa de interés de la deuda y el esfuerzo exportador requerido para no incrementar la deuda era tan solo del 2%. Empero, aún así ocurrió la crisis internacional de la deuda en 1982, con serias implicaciones para nuestra economía. Este episodio de deterioro se volvió a gestar en los años 1993-97, dando como resultado niveles de 40% en la relación deuda externa/producto y de 47% en la relación deuda pública/producto.

IV. CONCLUSIONES

Hemos visto cómo en Colombia el periodo 1995-2001(e) se caracterizó por un elevado endeudamiento del sector público, el más marcado de América Latina (17 puntos del producto), tan solo comparable con lo ocurrido en Argentina (11 puntos del producto). De las economías grandes de la región, las más endeudadas a nivel público son Brasil (60% del PIB), Argentina (46% del PIB) y Colombia (47% del PIB). Sin embargo, en el caso de Colombia estos incrementos no se han reflejado uno a uno en los indicadores de deuda externa (como es el caso de Argentina), pues se

Gráfico 7: Esfuerzo Exportador Requerido en Colombia

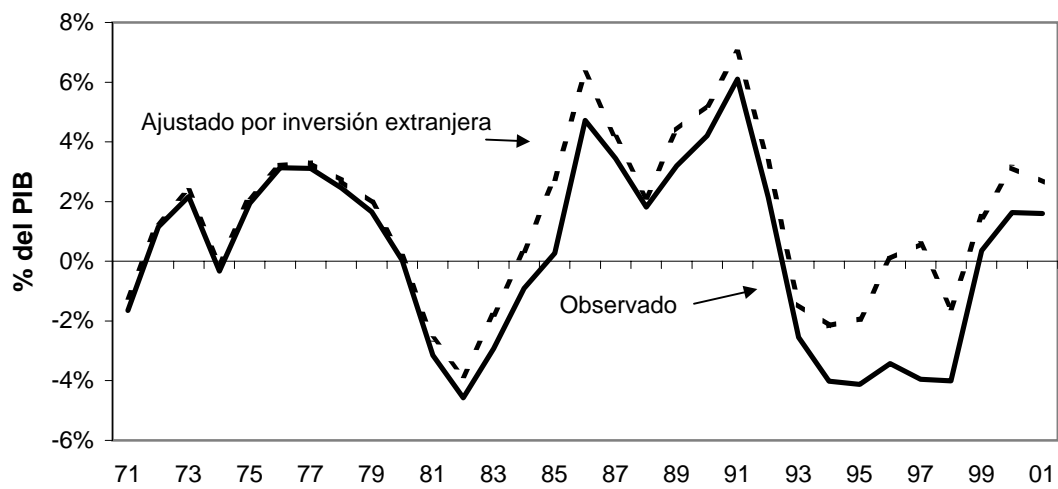
[Suponiendo la relación (deuda neta/exportaciones) fija a 5 años]



Fuente: Cálculos propios

Gráfico 8: Déficit (-) Cuenta Corriente No Financiera

(Porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos propios

recurrió a incrementar principalmente la deuda interna, llegando esta a representar prácticamente el mismo valor de la deuda externa (22% del PIB).

La deuda externa colombiana se incrementó en 11 puntos del producto, pasando del 27% del PIB a cerca del 38% del PIB entre los años 1995-2001(e). Sin embargo, los niveles actuales de deuda externa son iguales a los que tuvo el país a principios de los años noventa. Llama la atención, sin embargo, el rápido incremento de la deuda privada, que llegó a representar el 16% del PIB en los años 1990-2000, casi tres veces el valor de 1990. Esta evolución de la deuda privada externa no fue exclusiva de Colombia. En los mercados emergentes esta tendencia ha sido la norma, como resultado de la apertura en la cuenta de capital, tal como ocurrió en Chile o Brasil en las décadas precedentes. La gran afluencia de inversión extranjera directa hacia Latinoamérica ayudó a amortiguar el incremento en los indicadores de deuda externa, siendo el caso mas notorio el de México en la post-crisis Asiática.

Las tareas de ajuste estructural en el frente fiscal, la flotación de la tasa de cambio a partir de septiembre de 1999 y las ganancias en productividad local han permitido estabilizar el indicador de deuda externa/producto en niveles del 37% para el año 2001. Tal como lo recomiendan las calificadoras de riesgo, es indispensable continuar con estos esfuerzos no solo para moderar la carga de la deuda sobre el presupuesto nacional y sobre las firmas privadas, sino para lograr una recuperación de la calificación de riesgo de inversión. De lograrse este objetivo, el país volvería a crecer dinámicamente, generándose mayor empleo, y se haría honor a la trayectoria histórica que había permitido acceder a los mercados internacionales a un menor riesgo y con un costo mas bajo.

ANEXO 1: Indicadores de la Deuda Externa Total Colombiana

(Incluye Deuda Pública y Privada de Largo, Mediano y Corto Plazo)

	Saldo Total Vigente fin de:	Participación en la Deuda Total Vigente					Como Proporción del PIB (%)				Esfuerzo Exportador (%) Requerido para Estabilizar la Deuda		
		Por Agente		Deuda de Corto Plazo			Deuda Total	Deuda Neta de Reservas Intern. Netas	Servicio Total de la Deuda	Transferencia Neta al Exterior (-) Salida	Instantáneo	Dinámico	Observado
		Pública %	Privada %	Pública %	Privada %	Total							
1970	3,098	55.6%	44.4%	13.0%	33.9%	46.9%	36.9%	35.1%	2.6%	1.3%	-----	-----	-----
71	3,434	54.7%	45.3%	11.8%	35.3%	47.1%	37.7%	35.8%	2.7%	0.8%	9.3%	10.7%	-15.2%
72	3,749	57.6%	42.4%	11.5%	32.0%	43.5%	37.1%	33.7%	2.8%	1.5%	8.5%	2.7%	9.5%
73	3,997	62.3%	37.7%	11.8%	28.5%	40.3%	33.4%	29.1%	2.6%	1.2%	8.0%	2.2%	16.7%
74	4,421	61.2%	38.8%	11.0%	32.0%	43.0%	30.7%	27.7%	3.0%	0.1%	9.6%	3.8%	-2.5%
75	4,551	64.8%	35.2%	10.5%	27.1%	37.7%	29.8%	26.2%	2.6%	0.4%	8.4%	3.9%	13.6%
76	4,800	64.0%	36.0%	10.6%	27.6%	38.2%	26.9%	20.3%	2.3%	-0.8%	5.8%	1.5%	19.8%
77	4,754	69.2%	30.8%	10.7%	22.6%	33.4%	21.0%	12.9%	1.9%	-0.1%	3.7%	1.3%	20.4%
78	5,048	68.6%	31.4%	11.3%	24.2%	35.4%	18.6%	9.5%	2.1%	-0.7%	3.3%	1.5%	16.4%
79	5,842	68.8%	31.2%	9.7%	23.1%	32.7%	18.0%	5.3%	2.5%	1.0%	2.3%	1.2%	11.4%
80	7,145	68.4%	31.6%	7.9%	24.4%	32.3%	18.4%	4.4%	1.9%	0.8%	2.2%	0.8%	0.2%
81	8,866	67.3%	32.7%	8.3%	23.0%	31.2%	20.9%	7.6%	3.1%	1.5%	6.4%	12.8%	-28.4%
82	10,697	65.9%	34.1%	9.1%	22.9%	32.0%	23.6%	12.8%	3.0%	0.7%	11.8%	10.8%	-43.3%
83	11,850	68.0%	32.0%	10.0%	21.1%	31.1%	26.3%	19.4%	3.5%	0.2%	18.0%	32.7%	-32.5%
84	12,673	69.7%	30.3%	7.8%	18.9%	26.6%	28.4%	24.4%	3.9%	0.7%	18.1%	10.0%	-8.7%
85	14,535	75.1%	24.9%	9.1%	14.0%	23.1%	35.8%	30.7%	4.8%	0.5%	21.8%	19.2%	2.3%
86	16,100	79.4%	20.6%	2.0%	10.6%	12.6%	39.6%	31.0%	5.8%	2.2%	14.9%	2.7%	29.3%
87	17,512	80.3%	19.7%	1.3%	10.9%	12.2%	41.3%	33.2%	6.3%	-3.3%	16.7%	18.3%	22.8%
88	17,935	78.8%	21.2%	1.7%	12.5%	14.2%	39.3%	30.9%	6.7%	-1.5%	15.9%	12.7%	12.2%
89	17,587	84.2%	15.8%	5.6%	8.5%	14.1%	38.2%	29.8%	8.0%	-3.1%	16.1%	11.3%	20.1%
90	17,994	86.0%	14.0%	4.9%	7.8%	12.7%	38.4%	28.8%	8.0%	-3.8%	13.7%	6.3%	22.7%
91	17,336	87.5%	12.5%	4.1%	6.8%	10.9%	35.8%	22.5%	7.2%	-3.3%	9.0%	7.3%	32.5%
92	17,278	83.4%	16.6%	5.4%	9.3%	14.7%	30.1%	16.6%	6.9%	-3.0%	6.9%	6.5%	13.3%
93	18,886	75.5%	24.5%	5.3%	13.7%	19.0%	29.1%	16.9%	5.7%	-0.9%	7.6%	5.5%	-16.6%
94	21,876	67.3%	32.7%	5.3%	13.4%	18.7%	26.8%	16.9%	5.6%	0.3%	9.7%	7.3%	-30.9%
95	24,751	62.8%	37.2%	6.4%	13.6%	20.0%	26.7%	17.6%	5.1%	-0.1%	10.3%	5.4%	-31.2%
96	28,947	56.1%	43.9%	4.0%	9.8%	13.8%	29.8%	19.6%	5.5%	2.6%	10.8%	7.9%	-25.3%
97	31,680	51.9%	48.1%	2.9%	10.0%	13.0%	29.7%	20.4%	6.5%	0.2%	12.5%	8.9%	-29.7%
98	33,536	55.1%	44.9%	2.9%	8.1%	11.0%	33.8%	25.0%	6.6%	-0.7%	13.8%	16.6%	-29.4%
99	33,624	58.7%	41.3%	2.0%	6.9%	8.9%	38.9%	25.7%	7.3%	-2.0%	14.1%	12.5%	2.6%
00	33,263	60.9%	39.1%	0.6%	9.1%	9.7%	40.1%	28.3%	9.5%	-3.9%	13.3%	7.8%	9.0%
01	33,180	65.6%	34.4%	0.6%	8.2%	8.8%	37.8%	29.0%	10.6%	-3.4%	13.9%	11.3%	8.0%

Fuente: Elaborado con base en datos del Ministerio de Hacienda, Banco de la República y cálculos según el modelo explicado en el texto y el Anexo 2.

ANEXO 2: Dinámica de la Deuda Externa

Siguiendo planteamientos tradicionales sobre la dinámica de la deuda externa (Simonsen, 1985), a continuación se explican brevemente las condiciones requeridas para que las exportaciones (no financieras) crezcan a una tasa que asegure una cierta estabilidad en la tasa de crecimiento de la deuda externa neta (o sea, descontando las reservas internacionales de la deuda externa).

La expresión señalada en [1] indica que el monto de la deuda externa neta, $D = (\text{Deuda Externa} - \text{Reservas Internacionales}) = (S - R)$, tiende a incrementarse con el déficit no financiero de la cuenta corriente ($M - X$) y con el nivel de la tasa de interés que se cobra sobre dicha deuda (i).

$$\Delta D = (M - X) + i D \quad [1]$$

Si adicionalmente se define $Z = (D/X)$, como la razón entre la deuda neta y las exportaciones no financieras, se logra transformar [1] en [2] y a partir de allí se pueden elaborar una serie de pruebas de solvencia financiera.

$$\Delta Z = (i - x) Z - H \quad [2]$$

La ecuación [2] indica que si la tasa de interés (i) que gravita sobre la deuda externa resulta mayor que la tasa de crecimiento de las exportaciones (x), la razón Z (deuda neta/exportaciones) terminará por incrementarse, inclusive si no se incurre en nuevos déficits en la cuenta corriente, o sea, aún si $H = (X-M)/X = 0$. En este sentido cabe interpretar los valores positivos de $(i-x)$ como 'la carga dinámica' que se tiene sobre la deuda externa y los valores positivos de H como el 'esfuerzo exportador' requerido para desacelerar (o frenar) el ritmo de crecimiento de la razón deuda neta/exportaciones.

Los ejercicios señalados en el texto ilustran, primero, la trayectoria de 'la carga dinámica de la deuda' ($i-x$) y, segundo, los valores del 'esfuerzo exportador' (H) requerido para pasar de una fase de creciente endeudamiento a una de estabilidad entre la deuda externa neta y el nivel de las exportaciones no-financieras. Es posible demostrar que, si la carga dinámica sobre la deuda es menor que cero ($x > i$), el esfuerzo exportador requerido para estabilizar el crecimiento de la deuda externa toma la forma señalada en [3], donde los valores iniciales de la deuda (Z_0) resultan cruciales para alcanzar la estabilidad deseada en el tiempo (t), suponiendo una función exponencial de convergencia (e).

$$H = \frac{Z_0 i (x - i)}{x e^{t(x-i)} - i} \quad [3]$$

En síntesis, pasar 'la prueba fuerte de solvencia' en materia de endeudamiento externo significa que un determinado país está realizando un esfuerzo exportador tal que, a partir de su actual indicador sobre endeudamiento externo neto, es capaz de frenar el crecimiento de su deuda al término de t períodos. En la medida en que el nivel de las tasas de interés sobre la deuda sea más elevado, mayor será el esfuerzo exportador requerido.

Los resultados indican que el crecimiento de las exportaciones no financieras durante la década de los años setenta superó la tasa de interés efectiva que se pagaba sobre la deuda externa, lo cual representó un alivio importante sobre el crecimiento del propio monto de la deuda. Sin embargo, en el período 1980-89, con la sola excepción de 1986, el país enfrentó un repunte de las tasas de interés externas y una desaceleración de su ritmo exportador, lo cual generó 'una carga dinámica' que presionó el endeudamiento al alza (ver gráficos 6 y 7 y los datos del Anexo 1)

El crecimiento de las exportaciones (no financieras) se elevó al 12.5 % (en dólares) durante el año 2000, pero la tasa de interés efectiva se elevó a 8.5% (similar a la de principios de los años ochenta). Esto representó un alivio de 4 puntos porcentuales en términos de carga dinámica sobre la deuda externa. En el caso hipotético de que estas últimas condiciones prevalecieran durante los próximos 5 años ($t=5$), y partiendo de un valor históricamente alto para $Z = 1.8$, se puede concluir que cualquier crecimiento de las exportaciones no financieras, respecto de las importaciones, por encima del 6% permitiría reducir la relación deuda externa/producto. Otra conclusión interesante es que el esfuerzo exportador instantáneo (o sea el requerido para evitar que se incremente la tasa de endeudamiento) sería actualmente de 13%, el cual está por debajo del 21% requerido en 1985, pero es en todo caso un esfuerzo significativo en términos históricos.

Referencias

- Banco de la República (2001) “La Deuda Externa de Colombia 1970-2000” (Sub-Gerencia de Estudios Económicos, Febrero).
- Caballero, C. (1997) La Pasión de Gobernar: La Administración Betancur 10 Años Después (Compilador, ANIF-Tercer Mundo).
- Cabrera, M. y Jorge I. González (2000) “El Desmanejo de la Deuda Publica Interna” Economía Colombiana (Revista de la Contraloría General de la República, Julio).
- Clavijo, S. (1986) "Dinámica de la Deuda Externa: Algunas Aplicaciones al Caso Colombiano" Ensayos Sobre Política Económica (Junio).
- Clavijo, S. (1998) Política Fiscal y Estado en Colombia (UNIANDES-Banco de la República).
- Clavijo, S. (2000) “Las Multilaterales y la Crisis Asiática: La Visión desde un País Usuario (Colombia)” Revista del Banco de la República (Abril).
- De Resende, R. (1984) "Debt Dynamics: A Survey of The Recent Literature and Empirical Exercises for Selected Latin American Countries" (IMF-WHD, October).
- Goldman and Sachs (2000) “Latin America Economic Analyst” (Several Issues).
- Hernández, A., L.I. Lozano y M. Misas (2000) “La Disyuntiva de la Deuda Pública: Pagar o Sisar” (Banco de la República, Documento de Trabajo, Septiembre).
- International Monetary Fund (2000) World Economic Outlook (Washington, D.C., October).
- International Monetary Fund (2001) Colombia: Staff Report (Washington, D.C., April).
- Morgan, J.P. (2001) “Emerging Markets Today: S&P Focus on México” (New York, February).
- Simonsen, M. E. (1985) "The Developing-Country Debt Problem" International Debt and Developing Countries (Eds.) G. W. Smith and J. T. Cuddington, World Bank.