

Sobre los Efectos Macroeconómicos de la Composición de la Deuda Pública en Colombia*

Franz Hamann Julián Pérez Paulina Restrepo

Departamento de Modelos Macroeconómicos

Banco de la República

15 de abril de 2005

Resumen

Este artículo presenta un análisis cuantitativo del impacto macroeconómico de la forma como se financia el déficit fiscal en una economía pequeña y abierta. En particular, nos enfocamos en evaluar el impacto macroeconómico de una situación en la que, dado un nivel de déficit fiscal, el gobierno decide entre financiarlo con deuda doméstica o externa. Para este propósito empleamos un modelo de equilibrio general dinámico y estocástico para una economía pequeña y abierta. Al calibrar el modelo a la economía colombiana, encontramos que los efectos de una sustitución de deuda pública externa por interna dependen de qué tan permanente sea dicha sustitución. Una sustitución transitoria tiene efectos macroeconómicos despreciables, con excepción de su impacto sobre los flujos de capital privados (“efecto portafolio”). Es decir, un aumento de la deuda pública doméstica vis a vis una reducción en la externa, es balanceado por una reducción de los activos externos netos privados. Por el contrario, una sustitución permanente de un 10% de deuda externa por doméstica tiene efectos macroeconómicos transitorios pero considerables sobre la actividad real y los flujos de capital. Dicha recomposición genera un aumento en los activos externos netos de un 5% acompañada de una depreciación nominal cercana al 1%. Aunque nuestros resultados son generales en ambientes con flexibilidad de precios, especulamos que pueden variar en presencia de incertidumbre acerca de la sostenibilidad de las finanzas públicas y/o rigideces nominales y reales.

Código JEL: F41 y H60

Palabras Clave: Política Fiscal; Composición de Deuda Pública; Flujos de Capital; Colombia.

*Buena parte de la motivación de este trabajo surgió a partir de discusiones con Hernando Vargas y Juanita Téllez, quien contribuyó en el análisis de las cifras colombianas. Andrés Ballesteros nos colaboró en la obtención de parte de la información. Agradecemos los comentarios de José Ignacio Lozano, Hernán Rincón, Jorge Ramos, Luis Eduardo Arango y los asistentes al Seminario de Economía del Banco de la República. Los errores, al igual que las afirmaciones y opiniones, contenidos en este documento son responsabilidad de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1. Introducción

¿Qué efectos macroeconómicos tiene la decisión del gobierno de financiarse con deuda externa o interna? ¿Qué influencia tiene esta decisión sobre los flujos de capital privados? A primera vista el problema puede parecer irrelevante. Basta con recordar el teorema de Miller-Modigliani aplicado al gobierno en una economía cerrada. Wallace (1981, [17]) ha mostrado que mientras la política monetaria determina la composición del portafolio del gobierno y la política fiscal (en particular el déficit fiscal) determina la senda de la deuda neta del gobierno, sendas alternativas del portafolio del gobierno consistentes con una misma senda de déficit, pueden ser irrelevantes precisamente en el mismo sentido que muestra el teorema de Miller-Modigliani para el caso de las firmas. Sin embargo, existen razones tanto prácticas como teóricas que nos inducen a pensar que el problema no es del todo irrelevante.

En primer lugar, una de las principales lecciones de las crisis financieras en los mercados emergentes es precisamente que los países son más vulnerables a estas crisis en la medida en que no pueden emplear su moneda doméstica para emitir deuda externa¹. Más aún, en muchas ocasiones la moneda doméstica tampoco puede ser empleada para endeudarse a largo plazo aún domésticamente². Entre las razones que explican el por qué de este problema están la falta de credibilidad de las autoridades monetarias (Bohn 1990, [2]) y la estrategia de cubrimiento de riesgo óptimo de los deudores individuales (Jeanne 2003, [11]). Cualquiera que sea el motivo, este hecho estilizado nos indica que de alguna manera la financiación de los desbalances del gobierno puede jugar un papel importante en el desempeño de la actividad económica.

En segundo lugar, en el plano teórico existe un número aún más grande de razones por las cuales uno podría pensar que la forma como se financia el gobierno afecta las decisiones individuales. Algunos trabajos recientes han analizado las implicaciones de este descalce de composición de deuda sobre la actividad económica.³ En todos los casos la composición de la deuda importa al estar acompañada de alguna distorsión (precios y/o salarios rígidos, mercados incompletos, etc) que altera los incentivos de los agentes privados a demandar activos denominados en una u otra moneda. Por ejemplo, Velasco y Chang (2004, [5]) introducen salarios rígidos y mercados incompletos para explicar la determinación endógena de la política cambiaria y el grado de dolarización de la economía.

En tercer lugar, una mirada rápida a las cifras nos hace dudar de la irrelevancia del financiamiento del déficit.⁴ Una de las implicaciones de la equivalencia ricardiana, es que si los agentes en el mercado

¹A este problema lo denominaron Barry Eichengreen y Ricardo Hausmann como el “pecado original”. Ver Eichengreen (1999, [8]).

²Dicha situación ha cambiado más recientemente en la medida en que la inflación en la mayoría de los mercados emergentes se ha acercado a niveles mucho más bajos.

³Aghion, Bacheta y Banerjee (2000, [1]), Burnside, Eichenbaum y Rebelo (1999, [3]), Jeanne y Zettelmeyer (2002) y Velasco y Chang (2004) entre otros.

⁴Un análisis empírico formal acerca de qué tan fuerte es la equivalencia Ricardiana en Colombia (o en los mercados emergentes) está por fuera del alcance de este artículo. Carrasquilla y Rincón (1990, [4]) encuentran evidencia mixta: existen restricciones de liquidez pero el supuesto de horizontes simétricos del sector privado y el gobierno no puede ser rechazado.

perciben como irrelevante la financiación del déficit, los precios de la deuda doméstica (TES) y la deuda externa (Yankees) se deben comportar de manera muy similar, ya que los tenedores de bonos serían indiferentes con respecto a la denominación de la deuda pública.⁵ La Figura 1 muestra el comportamiento del precio de cierre de los TES en el mercado secundario con vencimiento en 2012 y el precio de cierre de los Yankees en el mercado secundario con vencimiento en el 2012. La Figura 2 muestra el precio de los mismos papeles pero ajustando el efecto de la tasa de cambio nominal. Un aspecto que vale la pena notar es que el comportamiento de los precios difiere tanto en el corto como en el largo plazo. Este problema se acentúa cuando se incorpora el efecto de la tasa de cambio. Los datos parecen sugerir una baja sustituibilidad entre estas dos clases de papeles. Este hecho es consistente con evidencia reciente sobre los mercados de deuda pública a nivel mundial. Claessens, Klingebiel y Schmukler (2003, [6]) al analizar el grado de desarrollo de los mercados de deuda pública por países, encuentran que las economías más desarrolladas y con regímenes cambiarios más flexibles tienen mercados de deuda pública doméstica más grandes, mientras que las economías emergentes se apoyan más fuertemente en la deuda pública externa, ya que los mercados de deuda pública doméstica son aún incipientes.

Este trabajo tiene dos propósitos. El primero es explorar cuantitativamente los efectos macroeconómicos de la financiación del déficit. En particular analizamos los efectos de la composición de la deuda pública sobre las decisiones de financiamiento de los agentes privados. En el modelo imponemos la condición que en el largo plazo las finanzas públicas sean sostenibles. Si bien la pregunta acerca de la sostenibilidad de la deuda pública es importante, una situación no sostenible debería ser anticipada o al menos prevista por los agentes, y en dicho caso sería poco factible recomponer la deuda. Nuestra caracterización de la política fiscal corresponde a una en la que el gobierno está en una senda sostenible, goza de acceso a los mercados internacionales, tiene capacidad para manejar su política tributaria y de endeudamiento pero no puede controlar el gasto público. Adicionalmente, los hogares demandan dinero porque suponemos que éste ahorra costos de transacción. Suponemos también que los mercados financieros son incompletos. Al introducir el dinero de esta forma, la inflación actúa como un impuesto distorsivo a la asignación intertemporal del consumo afectando las decisiones de ahorro e inversión y en consecuencia el balance del gobierno y la cuenta corriente de la balanza de pagos. Una recomposición de deuda pública afectará los precios de todos los activos en la economía induciendo un ajuste en las decisiones de consumo y ahorro de las familias. El impacto macroeconómico de dicha política dependerá de qué tan permanente sea la política. Como veremos más adelante, una sustitución transitoria tiene efectos macroeconómicos despreciables, con excepción de su impacto sobre los flujos de capital privados. Una recomposición transitoria de deuda pública tiene un “efecto portafolio” en la economía. Un aumento de la deuda pública doméstica vis a vis un aumento en la externa, es balanceado por una reducción de los activos externos netos privados. Por

⁵Gutiérrez y Formisano (2003, [10]) estudian la evidencia empírica de la interacción entre los precios de los bonos globales colombianos, los TES, la tasa de cambio y la política monetaria y encuentran evidencia de oportunidades de arbitraje que están siendo desaprovechadas por los participantes en el mercado.

el contrario, una sustitución permanente de deuda externa por doméstica tiene efectos macroeconómicos considerables sobre la actividad real y los flujos de capital. Dicha recomposición genera un aumento en los activos externos netos de un 5 % acompañada de una depreciación nominal cercana al 1 %.

El segundo objetivo es contribuir al desarrollo de una metodología, propuesta por Gómez (2004, [9]), que conduzca a la integración del análisis de la política fiscal y las proyecciones de la balanza de pagos en Colombia.⁶ Uno de los aspectos más sorprendentes de la práctica estándar por parte tanto de los bancos centrales, los gobiernos y los organismos multilaterales, es que los fundamentos sobre los que se desarrolla la programación macroeconómica ignora los principios básicos de la teoría del equilibrio general dinámico. Basta con notar que las proyecciones, tanto fiscales como de balanza de pagos que realizan estas instituciones, toman como exógenas las proyecciones del producto interno bruto y la inflación. Estos supuestos son altamente cuestionables y dejan dudas acerca de la verdadera consistencia macroeconómica de las proyecciones.⁷

Para avanzar en ambas direcciones, presentamos y calibramos para Colombia un modelo de equilibrio general dinámico y estocástico para una economía pequeña y abierta. A pesar de la simplicidad del modelo, consideramos que éste es una herramienta útil para analizar el problema en cuestión e ilustrar la metodología propuesta. Vale la pena enfatizar que no es nuestro objetivo determinar la optimalidad de la política fiscal. Simplemente, dada una u otra forma de financiamiento del déficit, evaluamos su impacto macroeconómico. Este trabajo se diferencia de otros que han estudiado el problema de la composición de la deuda en economías emergentes en que hace énfasis en *cuantificar* el impacto macroeconómico de la denominación de deuda pública. Bohn (1990, [2]) empleando un modelo de dos períodos, estudia un problema similar aunque desconoce la posibilidad de que el gobierno se financie domésticamente. Burnside, Eichenbaum y Rebelo (1999, [3]) estudian el efecto de las garantías implícitas sobre los incentivos de cobertura de las firmas y su posterior impacto en el desarrollo de las crisis, pero la economía se financia exclusivamente con crédito externo. Jeanne (2003, [11]) también se mueve en la misma dirección, pero no evalúa la importancia cuantitativa del problema. Aghion, Bachetta y Banerjee (2000, [1]) estudian el papel de las restricciones de crédito internacionales, pero en un contexto determinístico en el cual dichas restricciones están activas a lo largo del equilibrio. Más recientemente Velasco y Chang (2004, [5]) estudian la determinación endógena del descalce de la composición de la deuda privada pero ignoran el rol de la deuda pública.

En la siguiente sección del trabajo presentamos el modelo teórico, los participantes y definimos el equilibrio. En la tercera parte exponemos la calibración de los parámetros del modelo a la economía colombiana. En la cuarta sección realizamos nuestro análisis cuantitativo que constituye la motivación principal de este trabajo. Finalmente reflexionamos acerca de los alcances y las limitaciones de nuestro análisis tratando de ilustrar caminos alternativos que mejoren la precisión de nuestros

⁶Lane y Milesi-Ferretti (2005, [14]) han propuesto una metodología similar aplicada al contexto internacional.

⁷En la jerga de la programación macroeconómica, por “consistencia macroeconómica” se entiende consistencia contable. Aquí por consistencia macroeconómica entendemos que la realización de las variables macroeconómicas son el resultado de la interacción entre las decisiones óptimas de los agentes dadas las restricciones que cada uno enfrenta.

resultados.

2. El Modelo

Consideremos el siguiente modelo de una economía pequeña y abierta integrada a la economía mundial a través del intercambio de un sólo bien homogéneo en cada período. El modelo tiene cuatro clases de participantes: un gran número de hogares idénticos, un gran número de firmas también iguales entre sí, el gobierno doméstico y un número grande de inversionistas internacionales idénticos. Las firmas pueden producir el bien homogéneo empleando capital y trabajo. Los factores de producción son propiedad de los hogares. La oferta de trabajo es inelástica. Para suavizar el consumo, los hogares tienen tres alternativas: acumular o desacumular capital, comprar o vender bonos externos denominados en moneda extranjera y comprar o vender bonos del gobierno denominados en moneda doméstica. Adicionalmente, los hogares demandan dinero para realizar transacciones dada la tasa de interés doméstica. Por su parte el gobierno consta de dos instancias: el banco central y el gobierno general.⁸ La política monetaria la define el banco central de manera independiente de la política fiscal, la cual la determina el gobierno general.⁹ Esta última consiste simplemente en balancear el presupuesto tomando como dado el gasto, y ajustando los impuestos para balancear el déficit primario. En adición el gobierno puede decidir cambiar la composición de la deuda pública entre doméstica y externa. La economía es pequeña y abierta y hay movilidad imperfecta de capitales en el siguiente sentido: los inversionistas internacionales son neutrales al riesgo y operan en un ambiente competitivo, sin embargo para prestarle fondos a la economía pequeña y abierta, ésta debe pagar una prima de riesgo que suponemos creciente en el nivel *total* de la deuda externa. Suponemos que la deuda externa privada y pública son sustitutos perfectos para los inversionistas internacionales. La interacción entre agentes privados, gobierno e inversionistas internacionales determina el equilibrio macroeconómico, las cuentas fiscales y la balanza de pagos. En las siguientes subsecciones exponemos formalmente el modelo.

2.1. Hogares y Firmas

En cada período, los hogares pueden consumir la cantidad c_t de un bien acumulable obteniendo una utilidad $u(c_t)$ en el período corriente.¹⁰ Suponemos que las preferencias de los hogares son idénticas. Para realizar transacciones los hogares requieren de dinero nominal, M_t . Más específicamente, consumir c unidades del bien final resulta costoso; pero si los individuos emplean $m \equiv \frac{M}{P}$ unidades

⁸Por gobierno general entendemos el gobierno central nacional y las demás instancias del gobierno como lo son los gobiernos subnacionales, entidades territoriales, etc. No incluimos dentro de esta definición a las empresas y entidades financieras estatales.

⁹Esto no significa que la política monetaria no afecte el balance del sector público consolidado. Simplemente suponemos que la política monetaria se fija sin consideraciones acerca de las necesidades de gasto del gobierno.

¹⁰Suponemos que u es una función continuamente diferenciable y creciente en c_t y estrictamente cóncava. Adicionalmente, $\lim_{c \rightarrow 0} u_c(c, o) = \infty$.

del bien final para realizar transacciones reducen los costos de transacción en ϕ unidades del bien final.¹¹ Adicionalmente, los hogares puede suavizar la senda de consumo en el tiempo de tres formas: acumulando capital, k_t , cuya tasa de renta real y de depreciación son r_t y δ respectivamente, comprando o vendiendo bonos nominales en el mercado financiero internacional, B_t y comprando o vendiendo bonos del gobierno doméstico, D_t . En el mercado de capitales internacional la deuda colombiana (tanto privada como pública) presenta un retorno nominal, \tilde{i}_t , vigente durante el período t . En el mercado doméstico la deuda pública presenta un retorno nominal, i_t , vigente durante el período t .¹² Finalmente, suponemos por simplicidad que la oferta de trabajo es inelástica (e igual a una unidad de tiempo) y que los hogares reciben un salario de mercado w_t . En estas circunstancias la restricción presupuestal es:

$$D_{t+1} - D_t + \epsilon_t(B_{t+1} - B_t) + M_{t+1} - M_t + P_t(c_t + x_t + \phi(v_t)) + T_t = i_t D_t + \epsilon_t \tilde{i}_t B_t + P_t(w_t + r_t k_t) \quad (1)$$

donde ϵ_t es la tasa de cambio nominal (pesos por dólar), T_t es el pago nominal de impuestos netos (de transferencias), x_t es la inversión y $v_t \equiv \frac{c_t}{m_t}$ es la velocidad de transacción del dinero. En el lado izquierdo de la ecuación (1) están las compras de bonos públicos domésticos, extranjeros (comprados a la tasa de cambio nominal ϵ_t), la acumulación de dinero y las compras de consumo de bienes finales. En el lado derecho están los ingresos por intereses de los bonos domésticos públicos y extranjeros, el valor de la dotación y el ahorro de los costos de transacción. La función ϕ determina los costos totales reales de transacción, de tal forma que entre más alto sea el consumo, dado un nivel de saldos reales, más altos serán estos costos; por el contrario, dado un nivel de consumo, entre más altos sean los saldos reales más bajos serán los costos de transacción. En otras palabras los costos de transacción son crecientes en la velocidad de transacción del dinero.

Suponemos que los impuestos son al ingreso total, un “impuesto a la renta”. La tasa impositiva vigente en el período t es τ_t .¹³ En este caso el pago tributario nominal durante el período t es:

$$T_t = P_t \tau_t (w_t + r_t) \quad (2)$$

donde τ_t es la tasa de impuesto al ingreso.

La inversión durante el período t es:

$$x_t = k_{t+1} - (1 - \delta)k_t. \quad (3)$$

Ahora, suponiendo que inflación externa es cero y que la condición de paridad del poder adquisitivo se cumple en todo momento del tiempo, la restricción presupuestal en términos reales es la

¹¹Existen diversas formas de introducir el dinero en los modelos de equilibrio general, por ejemplo, suponiendo que el dinero genera utilidad como cualquier otro bien o suponiendo que existe una restricción de “cash-in-advance”.

¹²En otras palabras, las tasas de interés tanto domésticas como externas están dadas durante el período t .

¹³De manera equivalente uno podría suponer que los ingresos laborales y de capital son tributados a la misma tasa.

siguiente:

$$d_{t+1} - \frac{d_t}{1 + e_t} + b_{t+1} - b_t + m_{t+1} - \frac{m_t}{1 + e_t} + c_t + x_t + \phi(v_t) = \frac{i_t d_t}{1 + e_t} + \tilde{i}_t b_t + (1 - \tau_t)(w_t + r_t k_t) \quad (4)$$

donde e_t es la tasa de depreciación nominal.

En consecuencia el problema de los hogares es escoger el consumo y los stocks de saldos reales, bonos domésticos del gobierno y bonos externos tales que maximicen el valor esperado del flujo de utilidades en el tiempo descontado al factor β , dada la restricción presupuestal, dados unos stocks iniciales de saldos reales, bonos públicos domésticos y externos y capital. Para evitar estrategias de Ponzi se imponen las condiciones usuales sobre b_t y d_t . Más formalmente, esto es:

$$\text{máx} \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t u(c_t)$$

sujeto a (4), (m_0, d_0, b_0, k_0) dados y las condiciones de No-Ponzi.

Construyendo el Lagrangiano del problema y encontrando las condiciones de primer orden con respecto a c_t , d_{t+1} , b_{t+1} , m_{t+1} y k_{t+1} tenemos que:

$$u_{c_t}(c_t) = \lambda_t(1 + \phi_{c_t}(v_t)) \quad (5)$$

$$\beta E_t \left[\lambda_{t+1} \frac{(1 + i_{t+1})}{(1 + e_{t+1})} \right] = \lambda_t \quad (6)$$

$$\beta E_t \left[\lambda_{t+1} (1 + \tilde{i}_{t+1}) \right] = \lambda_t \quad (7)$$

$$\beta E_t \left[\frac{\lambda_{t+1}}{1 + e_{t+1}} \right] = \lambda_t E_t [(1 + \phi_{m_{t+1}}(v_t))] \quad (8)$$

$$\beta E_t [\lambda_{t+1} (1 + (1 - \tau_{t+1})r_{t+1} - \delta)] = \lambda_t \quad (9)$$

donde λ_t es el multiplicador de Lagrange correspondiente a la restricción presupuestal. Las ecuaciones (4)-(9) más las condiciones iniciales y terminales, caracterizan las acciones de los agentes privados.

Vale la pena resaltar los siguientes aspectos del modelo. La ecuación (5) indica que en todo momento del tiempo la utilidad marginal del consumo debe ser igual al precio sombra de la riqueza total ajustada por el costo marginal de transacción. Las ecuaciones (6), (7) y (9) son las condiciones usuales que resultan de igualar las utilidades marginales del consumo intertemporalmente en una economía pequeña y abierta. Éstas implican que la paridad de intereses entre los bonos de deuda pública doméstica y los bonos externos se cumple sólo en el estado estacionario. En el corto plazo pueden existir desviaciones de la paridad. La ecuación (8) indica cómo los agentes escogen óptimamente sus tenencias de dinero en el tiempo. Finalmente, la ecuación (9) muestra como los impuestos al ingreso distorsionan la acumulación de capital. Si la tasa de tributación fuera cero, la anterior ecuación resultaría en la condición usual de optimización intertemporal del consumo. En consecuen-

cia, una tasa de tributación positiva afectará las decisiones de consumo y ahorro de los individuos y en consecuencia los flujos de capital a la economía.

Antes de describir las decisiones de las firmas, vale la pena detenerse brevemente a analizar la intuición del efecto del dinero sobre el comportamiento de los agentes privados. Nótese que la ecuación (6) en conjunción con la ecuación (5), en su versión determinística, resultan en :

$$\frac{u'(c_t)}{u'(c_{t+1})} = \beta(1 + r_{t+1}) \left\{ \frac{1 + \phi_{c_t}(v_t)}{1 + \phi_{c_{t+1}}(v_{t+1})} \right\}.$$

Si el dinero no existiera en el modelo, el término entre las llaves desaparecería y el precio relativo intertemporal del consumo dependería en equilibrio de la tasa de interés real y el factor de descuento. En una economía con dinero, éste actúa como una distorsión a las decisiones de consumo y ahorro. La inflación (y en este caso la depreciación de la moneda) actúa como un impuesto distorsivo a las decisiones de consumo de los agentes privados. Al igual que en el caso del impuesto al ingreso de los hogares, los acontecimientos en el mercado monetario afectan las decisiones de consumo y ahorro de las familias.

En la economía existe un número grande de firmas que operan en un ambiente de competencia perfecta. Todas las firmas disponen de una tecnología F ,¹⁴ que al combinar trabajo con capital, tomando como dado el nivel de productividad (el cual suponemos constante), les permite producir el bien final, $y_t = F(k_t)$. En cada período la firma arrienda capital a la tasa real r_t y contrata servicios laborales a la tasa de salario real w_t . Su problema puede expresarse como un problema estático en el que las firmas maximizan utilidades período a período:

$$\max_{k_t, l_t} [F(k_t, l_t) - r_t k_t - w_t l_t], \forall t \quad (10)$$

en el que las condiciones de primer orden son las usuales.

2.2. Gobierno

En esta sección definimos exactamente lo que hace el gobierno y presentamos las cuentas fiscales. De nuevo, nuestro interés es analizar el impacto macroeconómico de políticas fiscales alternativas y no estamos interesados en indagar acerca de la optimalidad de dichas políticas. Más exactamente, no estamos buscando solucionar el problema de Ramsey. Por “gobierno consolidado” entendemos el gobierno central nacional y el Banco Central.¹⁵ Suponemos que la política monetaria se conduce de manera independiente de lo que haga el gobierno central. La política fiscal es básicamente una política de ajuste de la composición de la deuda pública (externa o doméstica). El gasto público

¹⁴ $F : R_+^2 \rightarrow R$ y es continuamente diferenciable, monótonamente creciente y cóncava en k y l por separado. Adicionalmente, F es homogénea de grado 1. Si no se emplea alguno de los insumos no se produce: $F(0, 0) = F(0, L) = F(k, 0) = 0$. $F_k > 0$ y $F_l > 0 \forall k, l > 0$. Finalmente, las condiciones de Inada: $\lim_{k \rightarrow 0} F_k(k, 1) = \infty$ y $\lim_{k \rightarrow \infty} F_k(k, 1) = 0$.

¹⁵En este modelo no tenemos en cuenta el efecto que puedan tener empresas públicas o empresas del Estado.

evoluciona exógena y estocásticamente en el tiempo, de tal forma que el gobierno ajusta la tasa impositiva y la deuda pública para financiar choques inesperados al déficit en cualquier momento del tiempo. El déficit total es endógeno, ya que el precio de la deuda lo determina el mercado. Adicionalmente, suponemos que en el largo plazo las finanzas públicas son sostenibles. Tampoco estamos interesados en explorar las implicaciones de una situación de insostenibilidad de deuda. Podría pensarse que esta descripción de la política fiscal corresponde a una en la cual el gobierno está en una senda sostenible, goza de acceso a los mercados internacionales, no tiene capacidad para controlar los impuestos ni los gastos y sólo puede manejar su política de endeudamiento.

2.2.1. Balances de Gastos e Ingresos

Iniciamos nuestra caracterización del gobierno describiendo la forma como evolucionan los gastos y los ingresos del Gobierno Central y del Banco Central para obtener el balance del sector público consolidado. La contabilidad, en términos nominales, del gobierno está determinada por la relación entre los gastos y los ingresos en un período t :

$$G_t + i_t D_t^T + \epsilon_t \tilde{i}_t F_t^T = T_t + (D_{t+1}^T - D_t^T) + \epsilon_t (F_{t+1}^T - F_t^T) + TBC_t \quad (11)$$

donde G_t son los gastos corrientes en t , D_t^T es el stock de deuda nominal doméstica, F_t^T es el stock de deuda externa y TBC_t son las transferencias del banco central al gobierno. El lado izquierdo de la ecuación (11) muestra los gastos del gobierno: compra de bienes finales, pagos de intereses de la deuda doméstica y externa. El lado derecho muestra los ingresos: recaudo tributario, emisión de deuda doméstica y externa y las transferencias recibidas del banco central netas de gastos de funcionamiento.

Al igual que en el caso del gobierno, la contabilidad del banco central está determinada por la relación entre los gastos y los ingresos en un período t . Consideremos ahora su balance de gastos e ingresos nominales:

$$(D_{t+1}^B - D_t^B) + \epsilon_t (F_{t+1}^B - F_t^B) + TBC_t = i_t D_t^B + \epsilon_t i_t^* F_t^B + (M_{t+1} - M_t) \quad (12)$$

donde D_t^B es el stock de bonos domésticos del gobierno en manos del banco central, F_t^B es el stock de reservas internacionales y i_t^* es la tasa de interés libre de riesgo en el mercado de capitales internacional.

El lado izquierdo de la ecuación (12) muestra los gastos del banco central: compras de títulos de deuda doméstica del gobierno, acumulación de reservas internacionales y las transferencias al gobierno central. El lado derecho muestra los ingresos: intereses recibidos por la deuda doméstica pública, los intereses de las reservas internacionales y la emisión monetaria.¹⁶

¹⁶Alternativamente podríamos suponer que el Banco Central recolecta los costos de transacción pagados por los hogares, en cuyo caso éstos no serían un costo hundido para la sociedad y no tendrían un efecto riqueza. En este trabajo nos enfocamos en los efectos intertemporales del dinero.

Para obtener el balance del sector público consolidado, notemos que el stock de deuda pública en manos de los agentes domésticos es precisamente $D_t \equiv D_t^T - D_t^B$. Empleando la definición de D_t y combinando las ecuaciones (11) y (12) tenemos que el balance de gastos e ingresos del sector público consolidado es:

$$G_t + i_t D_t + \epsilon_t \tilde{i}_t F_t^T + \epsilon_t (F_{t+1}^B - F_t^B) = T_t + (D_{t+1} - D_t) + \epsilon_t (F_{t+1}^T - F_t^T) + \epsilon_t i_t^* F_t^B + (M_{t+1} - M_t) \quad (13)$$

Esta ecuación muestra que en una economía pequeña y abierta hay tres formas de financiar el déficit fiscal: emitiendo deuda pública (doméstica o externa), emitiendo dinero o desacumulando reservas internacionales. En términos reales la ecuación anterior queda¹⁷:

$$g_t + \frac{i_t d_t}{1 + e_t} + \tilde{i}_t f_t^T + (f_{t+1}^B - f_t^B) = t_t + (d_{t+1} - \frac{d_t}{1 + e_t}) + (f_{t+1}^T - f_t^T) + i_t^* f_t^B + m_{t+1} - \frac{m_t}{1 + e_t} \quad (14)$$

Antes de continuar con la descripción de las reglas de política mostramos cómo se puede integrar el análisis macroeconómico con las cuentas fiscales y las cuentas de la balanza de pagos. Si combinamos la restricción presupuestal de los agentes privados, ecuación (4), con el balance del sector público consolidado, ecuación (14), obtenemos la balanza de pagos:

$$\Delta b_{t+1} - \Delta f_{t+1}^T + \Delta f_{t+1}^B = y_t - c_t - g_t - \phi(v_t) + \tilde{i}_t (b_t - f_t^T) + i_t^* f_t^B \quad (15)$$

donde Δ es el operador diferencia y g_t es el gasto público real. El lado izquierdo de la ecuación es la cuenta corriente de la balanza de pagos y el lado derecho corresponde a la balanza comercial (la diferencia entre el producto y la absorción) más el pago neto a los factores.

2.2.2. Reglas de Política Monetaria y Fiscal

Otro elemento importante del modelo es la caracterización de las reglas de política monetaria y fiscal. En el caso de la política monetaria suponemos que el banco central sigue una regla estocástica de crecimiento monetario de la forma:

$$M_{t+1} = \mu_t M_t$$

donde μ_t sigue un proceso AR(1) con media $\bar{\mu}$ y desviación estándar σ_μ . Si bien Colombia en los últimos años ha empleado el esquema de “inflation targeting”, es bien sabido que en el largo plazo una u otra regla política son virtualmente equivalentes (ver Kumhof et. al. 2003, [13]). En el caso de inflación objetivo, el banco fija una meta de inflación, define una regla de política empleando como instrumento la tasa de interés y ajusta endógenamente la oferta de dinero para satisfacer cualquier realización de la demanda. En el caso de una regla de crecimiento monetario, el banco define una meta $\bar{\mu}$ (hacia la cual la inflación converge en el largo plazo) empleando como instrumento la oferta

¹⁷Nótese que como hemos supuesto inflación externa igual a cero, las variables externas reales son las mismas que las nominales.

monetaria, y el ajuste del mercado monetario es vía tasa de interés.

En cuanto a la política fiscal nos vamos a enfocar en el caso en el que el gasto público está dado exógenamente y el gobierno ajusta la tasa impositiva para balancear el presupuesto en todo momento del tiempo. Suponemos que el banco central no acumula reservas.¹⁸ El cambio de política consiste en que, por algún motivo desconocido por los agentes privados domésticos y externos, el gobierno decide cambiar su política de composición de deuda exógenamente. Para ello definimos $\chi_t \in [0, 1]$ como el porcentaje de la deuda pública total, $d_t + f_t^T$, que va a ser financiado con deuda doméstica en el período t . Más formalmente, el gobierno toma $\{G_t, F_t^B\}$ como exógenos y ajusta la tasa impositiva para balancear el déficit primario y el monto de la deuda pública para satisfacer el balance fiscal total. La variable χ_t es una variable aleatoria y la interpretamos como una variable de “política de financiamiento”. Un choque positivo a χ_t indica una sorpresa de financiamiento del gobierno hacia mayor deuda doméstica.

Nótese que los precios de la deuda pública tanto externa como doméstica son endógenos y se determinan por las condiciones macroeconómicas. En estas circunstancias, el déficit total es endógeno a pesar de la exogeneidad del gasto. En el caso de la deuda externa el canal de transmisión opera a través de la tasa de interés que la economía enfrenta en el mercado de capitales internacional, mientras que en el caso de la deuda doméstica el canal es a través de la tasa de interés doméstica que se determina en el mercado monetario. La interacción entre estas dos variables está determinada por las acciones de los agentes privados, dados los precios de los activos, que se expresa en las ecuaciones (5)-(8).

2.3. Prestamistas Internacionales

Para cerrar el modelo finalizamos describiendo el comportamiento de los prestamistas internacionales. Suponemos que el ambiente en el que interactúan es competitivo. Los prestamistas pueden invertir en tres activos: bonos externos privados colombianos, bonos externos públicos colombianos y bonos libres de riesgo. Éstos últimos podemos asociarlos a los bonos del Tesoro de los Estados Unidos. Suponemos también que los prestamistas son neutrales al riesgo. Bajo estas condiciones, la maximización de beneficios implica que la tasa de interés que enfrenta la economía está determinada por:

$$(1 + \tilde{i}_t) = (1 + i_t^*)(1 + \rho) \quad (16)$$

donde ρ es la prima de riesgo asociada a la economía doméstica. Dicha prima de riesgo puede reflejar, por ejemplo, la probabilidad de default soberano de la economía doméstica en sus créditos externos. Para efectos prácticos, suponemos que dicha prima de riesgo es una función de la relación de la

¹⁸Esto no es tan problemático ya que la tasa de cambio es flexible. Sin embargo, nuestro modelo puede emplearse para evaluar el impacto, por ejemplo de un “canje” de reservas internacionales por deuda pública externa.

deuda externa total con respecto al PIB.¹⁹

Vale la pena reconocer que, si bien no hemos derivado la prima de riesgo a partir de sólidos fundamentos microeconómicos, la caracterización de la prima de riesgo como una función de un conjunto de variables observables de la economía ha sido suficientemente microfundamentada en la literatura de deuda soberana.²⁰ El trabajo seminal de Eaton y Gersovitz (1981, [7]) desarrolla los principios microeconómicos que sustentan esta idea.

2.4. Equilibrio Competitivo

Ya hemos descrito las acciones de los participantes en el modelo. Ahora procedemos a caracterizar el equilibrio competitivo. Empleamos las siguientes definiciones:

Definición 1 (sistema de precios): Un sistema de precios está dado por: $\{i_t\}_{t=0}^{\infty}$, $\{\tilde{i}_t\}_{t=0}^{\infty}$, $\{P_t\}_{t=0}^{\infty}$, $\{\epsilon_t\}_{t=0}^{\infty}$ y $\{r_t\}_{t=0}^{\infty}$.

Definición 2 (equilibrio competitivo): Tomamos como exógenas las secuencias $\{\mu_t, g_t, \tau_t, f_t^B, x_t, i_t^*\}_{t=0}^{\infty}$. Igualmente, tomamos como dados $\{b_0, f_0^T, m_0, d_0, k_0\}$. Un equilibrio competitivo es un sistema de precios, una secuencia de consumo $\{c_t\}_{t=0}^{\infty}$, una secuencia de deuda externa del gobierno $\{f_t^T\}_{t=1}^{\infty}$, una secuencia de deuda externa privada $\{b_t\}_{t=1}^{\infty}$, una secuencia de stock de capital $\{k_t\}_{t=1}^{\infty}$ y una secuencia positiva de $\{m_t\}_{t=1}^{\infty}$ para las cuales las siguientes condiciones se cumplen:

1. Dados el sistema de precios y las decisiones del gobierno, los hogares maximizan su utilidad esperada sujeta a su restricción presupuestal (es decir, resuelve el problema planteado en la subsección 2.1) y las firmas maximizan beneficios.
2. Los mercados de dinero, deuda pública y deuda privada están en equilibrio.
3. La restricción presupuestal del gobierno se cumple en todo momento del tiempo.
4. El mercado de bienes y servicios finales se encuentra en equilibrio (es decir, la ecuación (15) se cumple).
5. Los prestamistas internacionales maximizan beneficios (es decir, la ecuación (16) se cumple).

Una vez definido el equilibrio, procedemos a calibrar el modelo para la economía colombiana.

¹⁹La forma funcional de la prima de riesgo esta dada por $\rho(s_t) = \omega_{ss} + \omega_1 + \omega_2 \exp[\omega_3 (\frac{s_t}{s_{ss}}) \mu_t^{\vartheta}]$ donde $s_t = \frac{B_t - F_t^T}{y_t}$, el subíndice ss corresponde al valor de estado estacionario de la variable y μ_t^{ϑ} es una variable exógena cuyo logaritmo sigue un proceso autorregresivo estándar de orden uno: $\log(\mu_{t+1}^{\vartheta}) = \rho \log(\mu_t^{\vartheta}) + (1 - \rho) \log(\bar{\mu}^{\vartheta}) + \epsilon_{t+1}$.

²⁰El supuesto de una prima de riesgo creciente en el nivel de deuda es una forma de “cerrar” el modelo. Ver Schmitt-Grohé y Uribe (2002, [15]).

3. Calibración

Ahora pasamos a la calibración del modelo. La forma funcional de u es logarítmica, esto supone una elasticidad de sustitución constante e igual a 1. La tecnología suponemos que es Cobb-Douglas con un parámetro $\alpha = 0,36$. El valor del factor de descuento β , el cual en equilibrio es igual a $\frac{1}{1+r}$, se fijó en 0,984 de acuerdo a Vásquez (2003,[16]) quien estima la tasa de interés real de largo plazo para Colombia en 6,81%. La tasa de interés internacional libre de riesgo se fijó en 3%. Para hallar la media del proceso autorregresivo que sigue la variable exógena reservas internacionales, se usaron series anuales desde 1995. Específicamente, las reservas internacionales se tomaron en miles de millones de pesos desde 1995 hasta 2003, por otra parte se tomó el PIB en las mismas unidades y para el mismo período de tiempo y se encontró la proporción de reservas internacionales a PIB promedio de estos años, la media del proceso se fijó para que el modelo generara esta relación. La figura 3 muestra esta relación (ver apéndice).

En cuanto a la función de prima de riesgo, el parámetro ω_{ss} se calibró de acuerdo al spread entre i y i_t^* , donde $(1+i) = (1+\pi)(1+r)$ y π corresponde a la inflación trimestral la cual se fijó en 0.75% lo que corresponde a una inflación anual de 3%, de acuerdo con la meta de largo plazo del Banco de la República. El parámetro ω_3 se calibró para obtener la relación de deuda externa privada a PIB observada en la economía colombiana. El resto de parámetros de la función de prima de riesgo, ρ , se calibraron para recrear la relación de deuda externa total a PIB de largo plazo, que para Colombia está alrededor de 30%.

El gasto público, G , se fija en 15% del PIB que corresponde a la participación promedio observada para la economía colombiana en los últimos 10 años. El valor promedio de χ_t se fijó en un 46% que corresponde a la participación media de la deuda pública doméstica sobre la deuda pública total en 1995. En nuestros ejercicios de política evaluamos el impacto de un cambio de dicha composición del 46% al 56% observado en 2004.

Le prestamos atención especial a los parámetros de la función de costos de transacción ϕ , en especial al parámetro a , el cual determina la elasticidad de la cantidad de dinero demandada con respecto al consumo y a la tasa de interés. Las condiciones de primer orden del modelo nos permiten obtener una demanda de dinero para este modelo. Esto nos permitió estimar los valores de a y κ . Usando las ecuaciones (6) y (8) se resuelve determinísticamente para m_{t+1} y se obtiene:

$$m_{t+1}^{1+a} = \frac{a\kappa(c_t)^a}{\frac{i_{t+1}}{1+i_{t+1}}} \quad (17)$$

Aplicando logaritmos a la anterior ecuación se obtiene:

$$\log(m_{t+1}) = \frac{1}{1+a} \log(a\kappa) + \frac{a}{1+a} \log(c_t) - \frac{1}{1+a} \log\left(\frac{i_{t+1}}{1+i_{t+1}}\right)$$

y estimamos los parámetros a y κ . Para la estimación utilizamos mínimos cuadrados no-lineales con

las siguientes restricciones: $a > 1$ y $\kappa > 0,0645$. La restricción sobre a es para evitar el caso de una función lineal, en el caso de κ la restricción debería ser $\kappa > 0$, pero 0,0645 es el valor mínimo para el cuál pudimos obtener solución del modelo. Lo que encontramos fue una solución de esquina en κ , por lo cual nuestros resultados son $a = 1,858$ y $\kappa = 0,0645$. M1 real se utilizó como proxy de m . Para i se empleó la tasa de interés de los CDT's 90 días.

4. Análisis Cuantitativo

4.1. Solución del Modelo

Formalmente, nuestra definición de equilibrio competitivo, corresponde a un sistema dinámico, estocástico, no-lineal, de primer orden. Para solucionar el modelo de una forma sencilla, aproximamos dicho sistema no-lineal con un sistema lineal alrededor del estado estacionario determinístico. Para encontrar los valores de estado estacionario de las variables empleamos métodos numéricos.²¹ Los métodos de aproximación se encuentran detalladamente descritos en King, Plosser y Rebelo (2001,[12]). Nuestra solución aproximada del modelo corresponde a encontrar dos matrices, \mathbf{M} y \mathbf{H} , las cuales caracterizan la dinámica de la economía alrededor del estado estacionario:

$$\begin{aligned} \mathbf{Y}_t &= \mathbf{H}\mathbf{x}_t \\ \mathbf{x}_{t+1} &= \mathbf{M}\mathbf{x}_t + \mathbf{R}\eta_{t+1} \end{aligned} \tag{18}$$

donde \mathbf{Y} es un vector compuesto por variables no predeterminadas (como el consumo), \mathbf{x} es un vector de variables de estado endógenas y exógenas (como los stocks de deuda o el déficit primario, en nuestro caso), \mathbf{H} caracteriza la función de política y \mathbf{M} la matriz de transición de los estados. η_{t+1} es un vector de innovaciones y \mathbf{R} es una matriz que determina la forma en que los choques afectan el sistema dinámico.

4.2. Experimentos de Sustitución de Deuda

En esta sección presentamos dos clases de experimentos de política de sustitución de deuda. El primero, corresponde a un cambio permanente no anticipado en la composición de la deuda pública. El segundo corresponde a un cambio transitorio no anticipado. En ambos casos la forma como la economía se ajusta está determinada por el impacto de dicha política sobre la tasa de interés que enfrenta la economía en los mercados internacionales. Una variación transitoria o permanente de la composición de deuda tiene impactos diferentes sobre dicha tasa, afectando así las decisiones de

²¹En muchos modelos es factible encontrar el estado estacionario usando “papel y lápiz”, sin embargo hoy en día es mucho más simple emplear el computador. Los códigos de este modelo se encuentran disponibles en <http://www.webpondo.org/fhamann>

consumo y ahorro de las familias al igual que los flujos de capital desde y hacia nuestra economía. Nuestros experimentos intentan cuantificar estos resultados.

Antes de presentar los resultados es conveniente explicar la mecánica del modelo intuitivamente. Un cambio inesperado del gobierno hacia un mayor endeudamiento doméstico, dado el déficit primario, genera una caída en el precio de los bonos domésticos, esto es, un aumento en la tasa de interés doméstica. Es bien sabido, que un aumento de la tasa de interés tiene varios efectos: sobre la demanda de dinero, sobre la carga fiscal y sobre el producto. El efecto de la demanda de dinero tiende a apreciar la tasa de cambio: un aumento de la tasa de interés doméstica incrementa la demanda por activos domésticos en detrimento de los activos externos, tendiendo a fortalecer la moneda. El efecto fiscal tiende a depreciar la tasa de cambio: un aumento de la tasa de interés doméstica incrementa la carga fiscal del gobierno (aumenta el déficit total, dado un déficit primario) generando expectativas de inflación y en nuestro caso de depreciación. La tasa de cambio se moverá de acuerdo con el efecto que prevalezca. Finalmente, un aumento de la tasa de interés de la deuda pública doméstica tiene un impacto sobre la actividad real ya que desplaza el ahorro privado hacia ahorro público, generando una reducción en la demanda agregada, en particular en la inversión.

4.2.1. Sustitución Permanente

Supongamos que la economía se encuentra en estado estacionario. De repente el gobierno anuncia que ha cambiado *permanentemente* la composición de deuda pública, de un 46 % a un 56 %. Nos preguntamos cómo converge esta economía hacia el nuevo estado estacionario. La respuesta está ilustrada en la figura 4. Ante el anuncio, los agentes se dan cuenta que la composición de la deuda actual no es la que corresponde al largo plazo. El nivel inicial de deuda pública externa es más alto que el de largo plazo (cerca de 20 % más alto) y el doméstico es más bajo (cerca de 20 % más bajo). Dado el nivel de producto, esto sólo es consistente con una tasa de interés externa más alta para la economía. En primera instancia, dada la tasa de interés doméstica, los intereses externos más altos inducen una salida de capitales (un aumento inicial de los activos externo netos en cerca de un 5 %) con una depreciación nominal inicial no muy grande (menos de 1 %). Adicionalmente, el cambio de la política de financiación del gobierno hacia un mayor endeudamiento doméstico induce un aumento en la tasa de interés doméstica, el cual induce una leve caída de la demanda de dinero, pero un impacto negativo fuerte sobre la inversión²² y en consecuencia sobre la demanda agregada (cae cerca de 2 %). En cuanto al impacto fiscal, una mayor sustitución de deuda externa por doméstica “libera” carga fiscal, ya que las tasas de interés externas son comparativamente más altas que las domésticas. Dado un nivel de gasto, el impuesto a la renta puede reducirse.

Después del impacto, la situación es la siguiente: una tasa impositiva más baja, tasas de interés altas, una moneda levemente depreciada y una deuda externa total más alta. El ajuste hacia el nuevo equilibrio ocurre de la siguiente forma: la deuda externa total empieza a reducirse y con ello

²²El hecho de que en nuestro modelo no hayan costos de ajuste de la inversión puede estar exagerando este canal de transmisión. Sin embargo, es bien sabido que en las economías emergentes la inversión es significativamente volátil.

cae la tasa de interés externa estimulando el endeudamiento externo privado. Los menores intereses tanto externos como domésticos permiten mantener bajos los impuestos (se reducen en 2%) aunque ajustándolos rápidamente; lo que induce un aumento persistente en el consumo (cerca de 3%) financiado con el mayor endeudamiento externo privado anteriormente mencionado. Este aumento genera un aumento en la demanda de saldos reales (2%). La inversión se recupera al igual que el producto y la tasa de cambio se aprecia en cerca de un 1.5%.

Para analizar la robustez de nuestros resultados realizamos un ejercicio de sensibilidad en el que medimos el impacto máximo sobre los flujos de capital ante variaciones en la elasticidad de la prima de riesgo de la economía a la deuda externa total. La figura 8 muestra estos resultados. Observamos que el impacto de una sustitución permanente de deuda puede ser significativo, dependiendo del valor de dicha elasticidad. Entre más alta sea la elasticidad de la prima de riesgo a la deuda externa, mayor será el impacto sobre los flujos de capital. En nuestra calibración central, dicho parámetro toma un valor de 1.38, lo que implica que una sustitución permanente de un 10% de deuda externa por interna, genera una salida de capitales privados de alrededor de 1.7 billones de pesos. Si aumentamos dicha elasticidad a 5, el efecto aumenta a cerca de 3 billones de pesos.

Estos resultados dependen sensiblemente de la naturaleza de la sustitución. Como veremos en la siguiente parte, si la sustitución de deuda es transitoria, los efectos macroeconómicos son mínimos pero los efectos sobre los flujos de capital no son despreciables.

4.2.2. Sustitución Transitoria

El siguiente grupo de experimentos consiste en suponer que la economía se encuentra en equilibrio de largo plazo y analizar el impacto sobre el sector real y los flujos de capital privados de una decisión sorpresiva del gobierno de aumentar *transitoriamente* su endeudamiento doméstico así:

1. un 1% en un sólo trimestre.
2. un 1% gradualmente a lo largo de 4 años.

Inicialmente, en estado estacionario, el déficit fiscal es cero, el presupuesto está balanceado y las variables macroeconómicas se encuentran en su nivel de largo plazo. En el caso 1, de repente el gobierno decide unilateralmente aumentar su deuda doméstica en un 1% de una sola vez. En el caso 2, el gobierno recompone su deuda gradualmente en los siguientes 16 trimestres de la siguiente forma: 0.5% en el primer trimestre, 0.25% en el segundo, 0.125% en el tercero y así sucesivamente hasta completar un 1% al cabo de cuatro años. Al cabo de los cuatro años, la composición de la deuda es igual a la del equilibrio inicial.

Los únicos efectos significativos en el modelo, en el caso de una sustitución transitoria, son aquellos relacionados con la composición del portafolio de la economía: deuda pública (doméstica y externa) y privada externa. El modelo predice que una recomposición de la deuda del gobierno,

afecta los flujos de capital privados, pero afecta marginalmente la actividad económica en nuestra economía.

La figura 5 muestra la respuesta de las principales variables macroeconómicas en el caso de la sustitución sorpresiva de deuda de un 1 % en un trimestre. En términos reales, tomando el stock de deuda pública doméstica actual, esto es como si el gobierno aumentara su deuda interna en cerca de 1.4 billones de pesos. El modelo predice que para mantener el presupuesto balanceado, el gobierno debe disminuir su endeudamiento externo prácticamente en la misma magnitud, 1.4 billones. Dicha corrección ocurre dos trimestres después del choque. La sustitución de deuda tiene un impacto apreciable sobre los flujos de capital privados: los activos externos netos privados disminuyen en un 0.8 %, esto equivale a un aumento de la deuda externa privada actual de 0.3 billones de pesos aproximadamente. Este resultado depende del valor de la elasticidad del spread a la deuda total externa. En nuestra calibración central dicha elasticidad es de 1.38. La figura 7 muestra el análisis de sensibilidad de nuestros resultados. Al aumentar la elasticidad del spread a 5, el impacto sobre los flujos de capital privados aumenta a cerca de 0.8 billones de pesos. Si la elasticidad es de 0.5 dicho impacto se reduce a 0.1 billones de pesos.

Un aspecto que salta a la vista es la neutralidad de las principales variables macroeconómicas ante dicha política. En particular, los efectos reales de la sustitución de deuda son despreciables en el corto plazo y nulos en el largo plazo.²³ Esto se debe a que los montos de deuda doméstica vs. activos externos privados se compensan y tienden a neutralizar el impacto sobre el mercado cambiario. Igualmente, en el modelo la flexibilidad de precios es alta y la magnitud de la distorsión que genera el dinero no es tan grande.

La figura 6 muestra la respuesta de las principales variables macroeconómicas en el caso de la sustitución de deuda de un 1 % gradualmente a lo largo de 4 años. Los resultados son similares al caso anterior, salvo la dirección del efecto sobre la tasa de cambio. La Tabla 1 muestra los resultados de una hipotética sustitución gradual de deuda por un período de cuatro años. Por construcción, buena parte del reajuste de portafolio ocurre en los dos primeros años. La gradualidad de la sustitución de la deuda no afecta la neutralidad de las variables macroeconómicas en esta economía artificial, salvo los flujos de capital. Al igual que en el caso anterior, los montos de deuda doméstica vs. activos externos privados se compensan y tienden a neutralizar el impacto sobre el mercado cambiario.

²³Cuando comparamos los estados estacionarios de una economía en la que el gobierno decide la deuda pública externa neta y ajusta la doméstica, éstos son idénticos. En otras palabras, la forma como el gobierno conduce su política de endeudamiento es irrelevante en el largo plazo.

Cuadro 1: “Efecto Portafolio” de una Sustitución Gradual de Deuda Pública

(Datos en miles de millones de pesos de 2004)

Trimestre	Deuda Doméstica Pública	Deuda Externa Pública	Deuda Externa Privada
1	710.466	-709.689	190.797
2	355.234	-354.847	95.338
3	177.617	-177.424	47.699
4	88.809	-88.712	23.850
5	44.404	-44.356	11.925
6	22.202	-22.178	5.962
7	11.101	-11.089	2.981
8	5.551	-5.544	1.491
Acumulado	1.415.221	-1.413.838	380.103

5. Consideraciones Finales

En este trabajo hemos presentado un modelo macroeconómico simple de equilibrio general dinámico y estocástico para analizar el efecto de una política de recomposición del portafolio de deuda pública sobre la actividad real y sobre los flujos de capital privados. Al calibrar el modelo para la economía colombiana encontramos que los efectos macroeconómicos de dicha política sobre la actividad real dependen de qué tan permanente sea dicha sustitución. En el caso de una sustitución transitoria, los efectos macroeconómicos son despreciables y no varían de acuerdo con la gradualidad del plan de recomposición de deuda pública. Sin embargo, los efectos sobre los flujos de capital privados son significativos. En otras palabras, una recomposición de deuda pública tiene un “efecto portafolio” sobre nuestra economía artificial. Un aumento de la deuda pública doméstica neta, a pesar de ser ésta un sustituto imperfecto de la deuda externa pública neta, tiende a ser balanceado por una reducción de los activos externos netos privados (una entrada de capitales). Por el contrario, una sustitución permanente de deuda externa por doméstica tiene efectos macroeconómicos considerables sobre la actividad real y los flujos de capital. Dicha recomposición genera un aumento en los activos externos netos de un 5% (una salida de capitales) aunque acompañada de una depreciación nominal de menos de un 1%.

Los resultados presentados aquí, aunque deben ser tomados con cautela, consideramos que son lo suficientemente generales como para que se mantengan en otros ambientes más realistas, como por ejemplo en una economía con oferta de trabajo elástica y costos de ajuste inversión pequeños. No obstante, consideramos que hay dos supuestos que pueden variar nuestros resultados. El primero es el supuesto de sostenibilidad fiscal. En nuestros experimentos suponemos que el gobierno se mueve sobre una senda sostenible de deuda. Es claro que una sustitución de deuda pública externa

por doméstica puede tener efectos considerablemente diferentes en el evento de que restricciones al endeudamiento externo y/o interno se encuentren activas o potencialmente activas. Este aspecto vale la pena estudiarlo, aunque los métodos de solución de nuestro modelo no permiten extraer conclusiones al respecto. El segundo supuesto es la flexibilidad de precios. En la medida en que los precios son más rígidos, las políticas, tanto fiscal como monetaria, tendrán efectos reales más grandes, afectando las decisiones de ahorro e inversión de los agentes privados y en consecuencia, afectando los flujos de capital.

Finalmente, en este trabajo mostramos cómo un modelo de equilibrio general dinámico es una herramienta útil para el diseño de la política fiscal y monetaria. En particular, empleando este marco conceptual, mostramos los vínculos que existen entre las cuentas fiscales, la política monetaria y la balanza de pagos. Lógicamente no consideramos que el modelo aquí descrito sea una descripción detallada de la realidad colombiana. Sin embargo, sí consideramos que esfuerzos encaminados en esta misma dirección pueden contribuir a mejorar las herramientas de análisis de política actuales.

Referencias

- [1] Philippe Aghion, Philippe Bacchetta, and Abhijit Banerjee. Currency crises and monetary policy in an economy with credit constraints. *imf*, 2000.
- [2] Henning Bohn. A positive theory of foreign currency debt. *Journal of International Economics*, 29(4):273–292, November 1990.
- [3] Craig Burnside, Martin Eichenbaum, and Sergio Rebelo. Hedging and financial fragility in fixed exchange rate regimes. Working Paper 7143, National Bureau of Economic Research, 1999.
- [4] Alberto Carrasquilla and Hernán Rincón. Relaciones entre déficit público y ahorro privado: Aproximaciones al caso colombiano. *Ensayos sobre Política Económica*, (18), Diciembre 1990.
- [5] Roberto Chang and Andres Velasco. Monetary policy and the currency denomination of debt: A tale of two equilibria. Working Paper 10827, National Bureau of Economic Research, 2004.
- [6] Stijn Claessens, Daniela Klingebiel, and Sergio Schmukler. Government bonds in domestic and foreign currency: the role of macroeconomic and institutional factors. University of Amsterdam, CEPR and World Bank, 2003.
- [7] Jonathan Eaton and Mark Gersovitz. Debt with potential repudiation: Theoretical and empirical analysis. *Review of Economic Studies*, 48:289–309, 1981.
- [8] Barry Eichengreen. *Toward a New International Financial Architecture*. Institute for International Economics, 1999.

- [9] Javier Guillermo Gomez-Pineda. A framework for macroeconomic stability in emerging market economies. Central Bank of Colombia, 2004.
- [10] Santiago Gutierrez and Michel Formisano. La culpa es del yankee: Correlaciones e ineficiencias en el mercado de dinero. Fedesarrollo y Asobancaria, 2003.
- [11] Olivier Jeanne. Why do emerging market economies borrow in foreign currency? Working Paper 03/177, International Monetary Fund, 2003.
- [12] Robert G. King, Charles I. Plosser, and Sérgio T. Rebelo. Production, growth and business cycles: Technical appendix. June 2001.
- [13] Michael Kumhof, Shujing Li, and Isabel Yan. Balance of payments crises under inflation targeting. Stanford University, City University of Hong Kong, 2003.
- [14] Philip R. Lane and Gian Maria Milesi-Ferretti. Financial globalization and exchange rates. wp 3, IMF, January 2005.
- [15] Stephanie Schmitt-Grohe and Martin Uribe. Closing small open economy models. Working paper 9270, National Bureau of Economic Research, 2002.
- [16] Diego M. Vásquez. Mecanismos de cobertura para el riesgo de tasa de interés real de los bancos hipotecarios colombianos. Working paper 237, banrep, January 2003.
- [17] Neil Wallace. A modigliani-miller theorem for open-market operations. *American Economic Review*, 71(3):267–274, 1981.

Apéndice 1: Figuras

Figura 1: Precios de los TES y de los Yankees con vencimiento en 2012

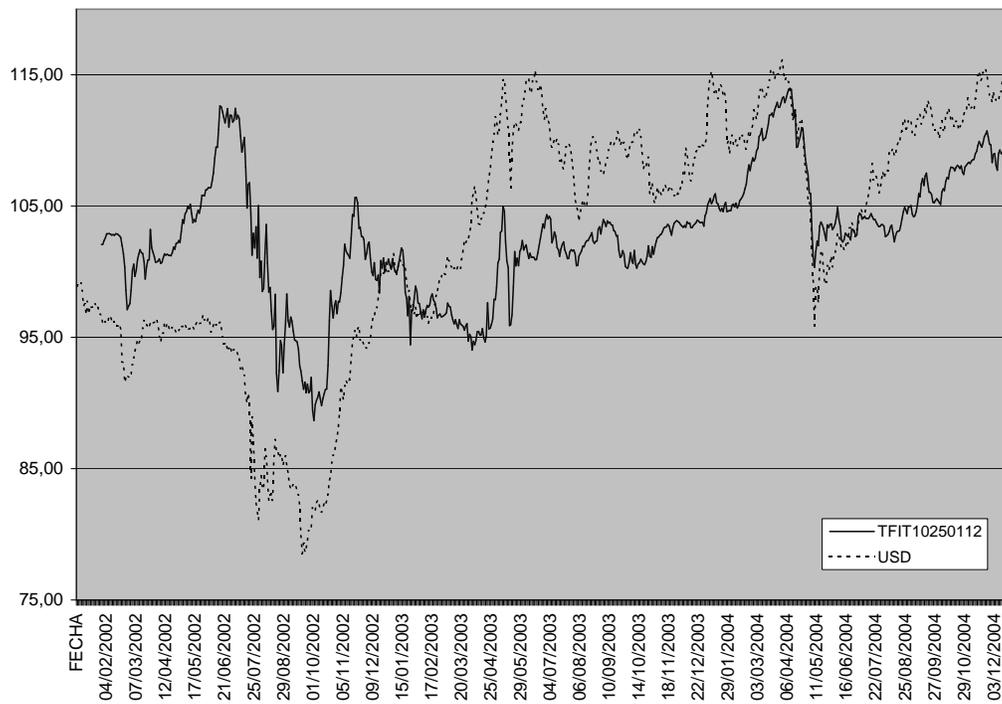


Figura 2: Precios de los TES y de los Yankees 2012 ajustados por tasa de cambio

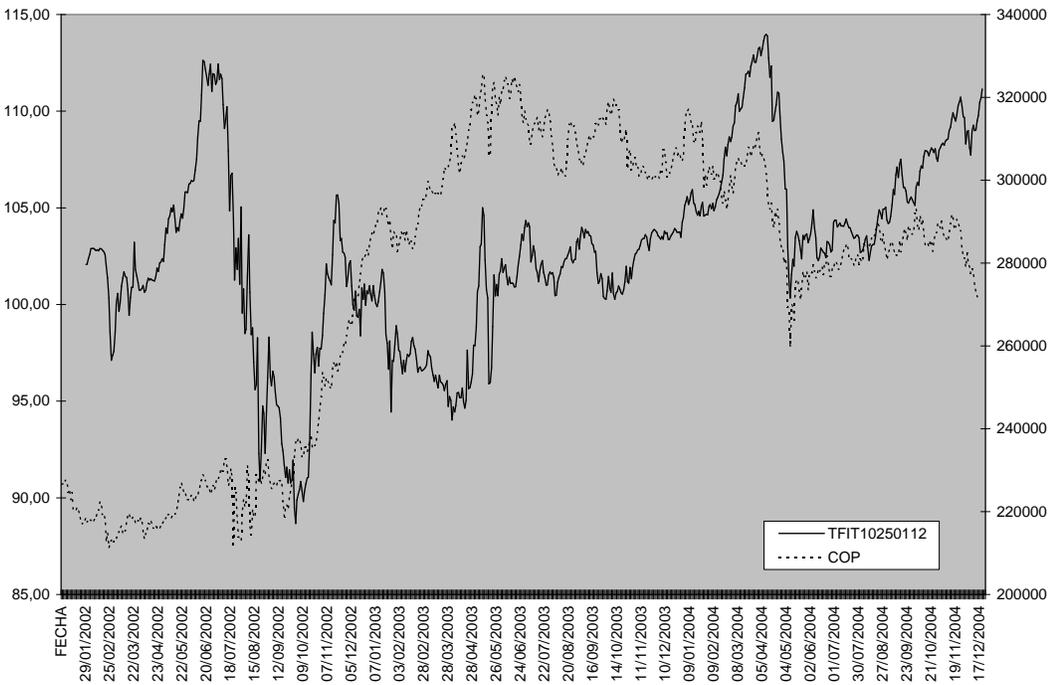


Figura 3: Relaciones Deuda-PIB

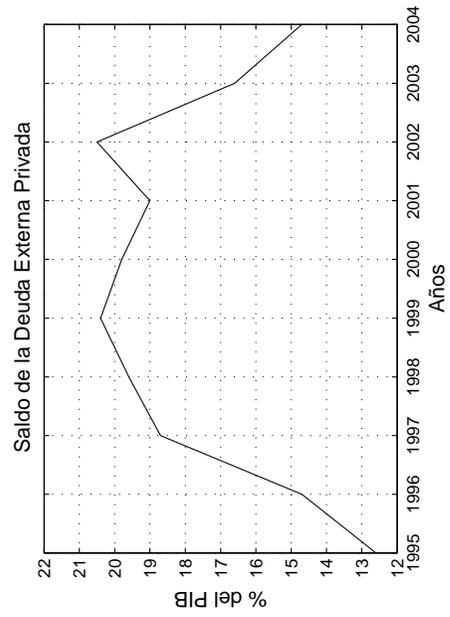
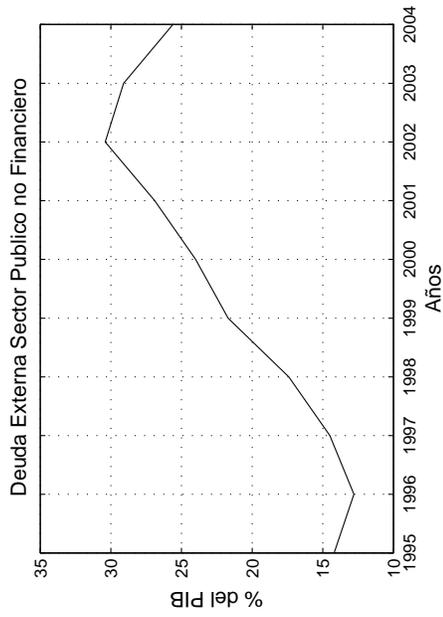
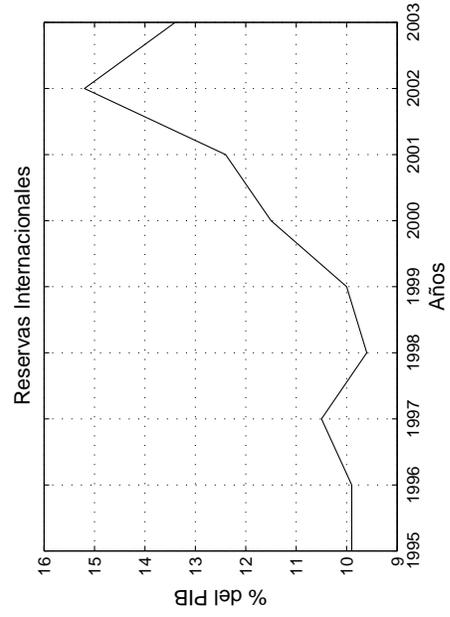
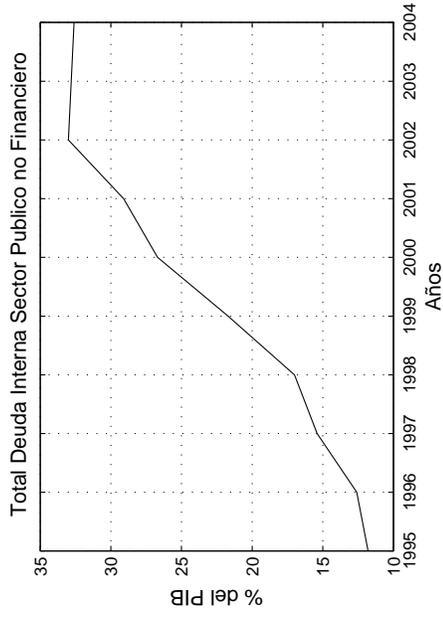


Figura 4: Aumento Permanente de la Composición de la Deuda Pública Doméstica

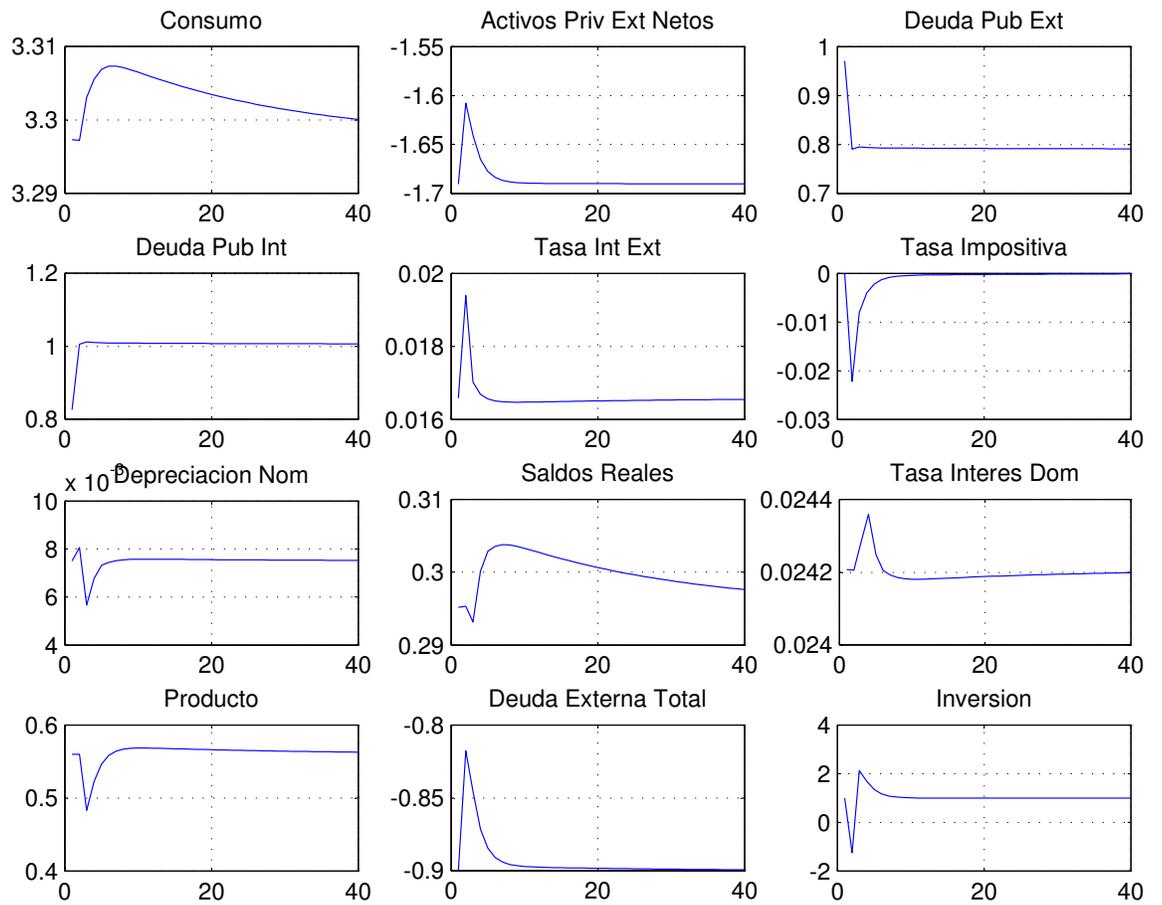


Figura 5: Aumento Instantáneo de 1% en la Deuda Pública Doméstica

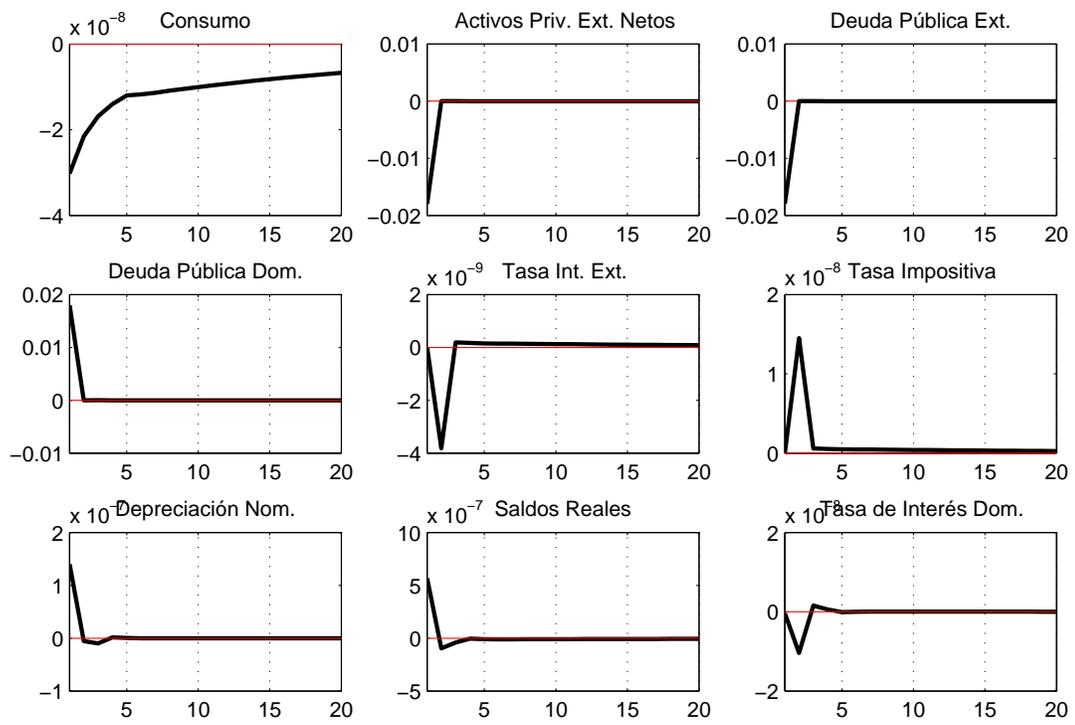


Figura 6: Aumento Gradual de 1% en la Deuda Pública Doméstica

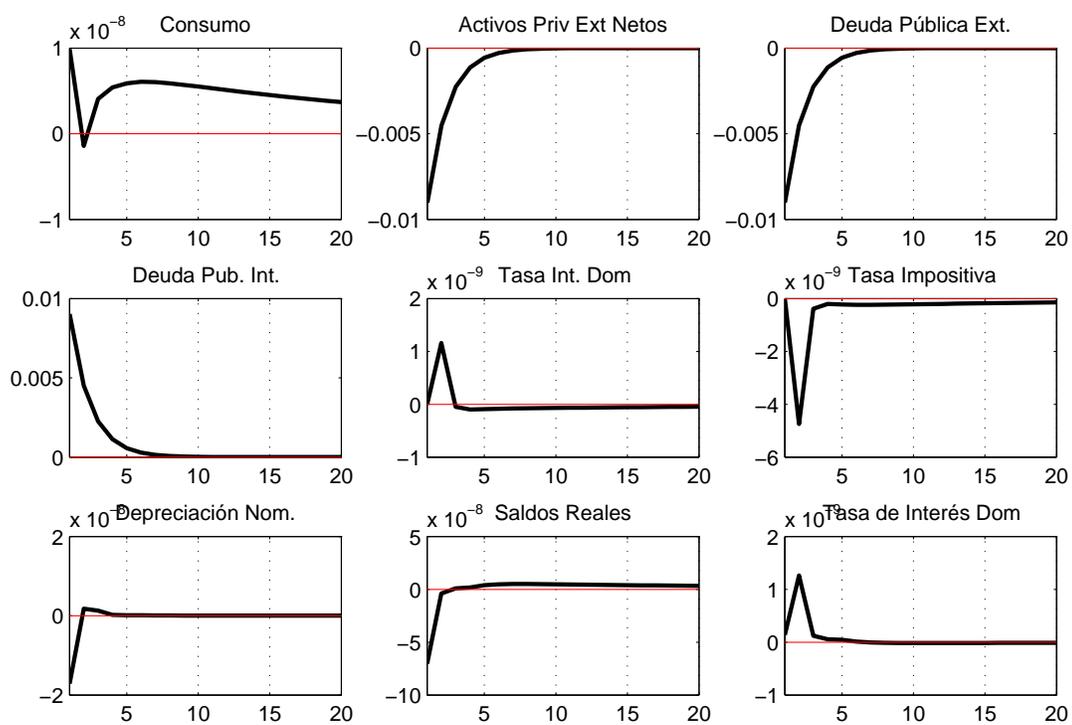


Figura 7: Sensibilidad de los Flujos de Capital a la Elasticidad Deuda Externa - Spread

Sustitución Transitoria

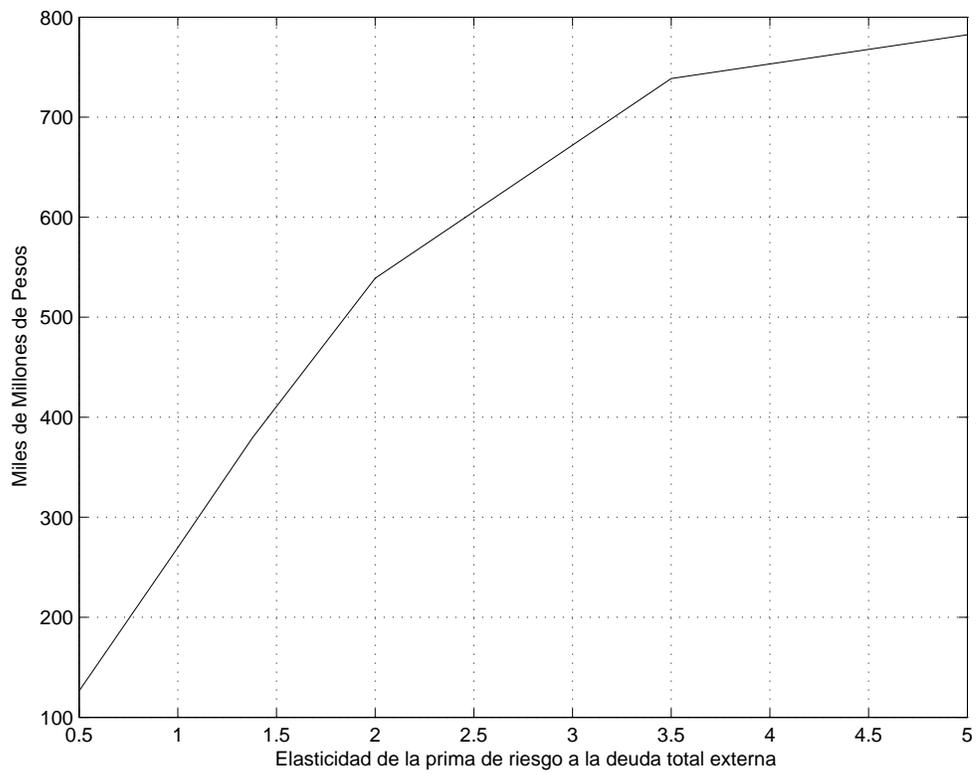


Figura 8: Sensibilidad de los Flujos de Capital a la Elasticidad Deuda Externa - Spread

Sustitución Permanente

