

---

# LA DISYUNTIVA NO ES PAGAR O SISAR LA DEUDA, ES PAGARLA A SOBREPRECIO O A UN PRECIO JUSTO

---

*Mauricio Cabrera G.  
Jorge Iván González \**

## INTRODUCCIÓN

**E**l artículo de Hernández *et al.* (2000) plantea la disyuntiva: pagar o sisar la deuda. Desde nuestra perspectiva (Cabrera y González 2000), la discusión no es ésta. La verdadera disyuntiva es pagar la deuda a sobreprecio o pagarla a un precio justo.

El significado de sisar, en la acepción que le atribuyen Hernández *et al.* tiene, como punto de referencia un estándar. En sus palabras, “sisar tiene en este escrito el sentido del antiguo tributo que se cobraba sobre los comestibles acortando las medidas, lo cual es equivalente a pagar en términos nominales el valor de un contrato cuando los precios se han elevado”. En la primera parte de la frase hay dos apreciaciones que es conveniente hacer explícitas. Primero, no se pone en tela de juicio la medida o unidad de referencia. Y, segundo, al acortar la medida se crea un diferencial, que en el caso mencionado por los autores adquiere la forma de tributo. En la segunda parte de la frase se conserva la misma lógica que en la primera parte. De un lado, hay un contrato cuyo valor no se discute. Y, de otra parte, cuando los precios suben se genera un diferencial que favorece a alguna de las partes que participan en la transacción. Al no cuestionar la medida o el valor del contrato, Hernández *et al.* desvían la discusión sobre el manejo de la deuda pública interna del punto que para nosotros es el fundamental: la legitimidad de la medida. El punto de referencia, o la medida, es la tasa de interés que paga la Tesorería a los tenedores de los TES. Los autores consideran que en lugar de sisar la deuda, ésta debe pagarse. Nosotros pensamos que antes de plantear el problema del diferencial, o de la sisa, es necesario preguntarse por la validez de

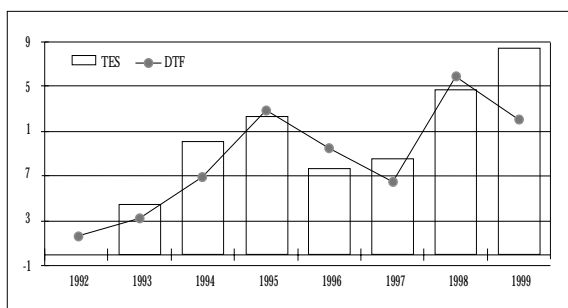
\* Mauricio Cabrera es consultor independiente. Jorge Iván González es profesor de las universidades Externado y Nacional.

la medida. Si la medida pierde legitimidad, la crítica a la sisa se queda sin piso. A continuación examinamos el tema del punto de referencia, o de la medida, desde dos perspectivas. La primera aproximación resulta de la comparación del interés de mercado (el DTF), con el interés de los TES. Y la segunda de una reflexión más amplia sobre el significado del precio justo.

## SISA O SOBRECOSTO

Gráfico 1

Tasa de interés real, TES y DTF



Fuente: Contraloría General de la República y Banco de la República.

La gráfica 1 ayuda a aclarar los términos del problema<sup>1</sup>. Las barras corresponden a la tasa de interés real de los TES. La línea punteada representa la tasa de interés real del DTF. En varios años (1993, 1994, 1997 y 1999), la Tesorería ha ofrecido intereses por encima de los del mercado. La diferencia más clara entre ambas tasas se presentó en 1999. Al formular la disyuntiva entre pagar o sisar, Hernández *et al.* hacen el supuesto implícito de que la tasa de referencia es la de los TES. Y como no la ponen en tela de juicio, a cualquier mecanismo que se proponga para reducir el valor de estos intereses se le descalifica con el argumento de que se está sisando la deuda en lugar de pagarla. Desde nuestro punto de vista, es pertinente preguntarse por la legitimidad de dicha tasa. No hay ninguna razón para que la Tesorería esté pagando intereses considerablemente mayores a los del mercado. Si los papeles más seguros son los del Gobierno, es censurable que los intereses pagados por la Tesorería sean tan elevados. El argumento de Hernández *et al.* se derrumba si el parámetro de referencia deja de

1. La información básica sobre la evolución de la deuda pública interna puede consultarse en el último informe anual de la Contraloría General de la República (CGR 2000).

ser la tasa de interés de los TES. Para nosotros, el patrón de referencia debe ser la tasa de interés del mercado (el DTF). Y si éste es el punto de comparación, en lugar de una sisa, o un achicamiento de la deuda, lo que resultaría en un año como 1999 es un sobrepago extraordinario que no tiene ninguna justificación.

Nuestra aproximación lleva a una conclusión radicalmente diferente a la de Hernández *et al.* ¡No estamos proponiendo sisar la deuda! Simplemente aspiramos a que se pague a un precio justo. Y por ahora, en gracia de la discusión, aceptemos que el precio justo es el precio de mercado. Las fórmulas de manejo de la deuda que hemos puesto sobre el tapete no son para sisarla sino para que se elimine el sobrepago. Nuestra lectura es completamente diferente a la de Hernández *et al.* Mientras que ellos denuncian el achicamiento que causaría la sisa, nosotros censuramos el sobrepago que reciben los tenedores de bonos. Esta transferencia de recursos es inaceptable porque, además de ser inequitativa, distorsiona el mercado de capitales.

Si el sobrepago es de por sí escandaloso, lo más cuestionable del manejo de la deuda son sus implicaciones futuras. La Tesorería aumentó las colocaciones a largo plazo, de manera que los títulos a más de 5 años representaron el 40% del saldo en circulación en diciembre de 1999, mientras que dos años atrás eran tan sólo el 13%. En virtud de esta decisión, los títulos a un año redujeron su participación del 70% en 1997 a sólo 37% en 1999. En contra de esta política, el mercado se ha estado moviendo hacia una preferencia por el corto plazo debido a las incertidumbres políticas y cambiarias.

#### Cuadro 1

Estructura de plazos de los TES (%)

	1995	1996	1997	1998	1999
1 año	72.50	82.96	70.43	47.03	36.83
3 años	15.42	0.01	15.96	8.45	23.15
5 años	12.08	12.23	7.80	6.13	7.18
7 años o más	0.00	4.80	5.81	38.39	32.84
	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

Fuente: Banco República, CGR, Dirección de Cuentas y Estadísticas Fiscales, CGR.

El cuadro 1 presenta el cambio sustancial en la estructura de plazos de los TES en circulación, realizada supuestamente para contribuir a la creación de un mercado de capitales de largo plazo, y con una curva de plazo/rendimiento con pendiente positiva. Por loables que fueran estos objetivos, no puede dejar de reconocerse que realizar este cambio

a partir del segundo semestre de 1998 fue una decisión totalmente equivocada que tuvo funestas consecuencias para el incremento del costo del servicio de la deuda pública. En otras palabras, el Gobierno ha ido en dirección contraria al mercado y ha tenido que pagar el costo de su decisión. Cuando era evidente que la tasa de interés empezaba a bajar, se colocaron títulos a tasa fija y largo plazo, con rendimientos hasta del 37%, que hoy siguen vigentes, aunque el DTF haya caído hasta el 11-12%. Un aspecto particular de estas colocaciones es que están violando el límite de usura definido por la Superintendencia Bancaria, de manera que los tenedores de dichos papeles podrían estar incurriendo en ese delito. Es censurable que el Gobierno no haya utilizado su poder de mercado para incidir sobre las tasas, dejándose imponer las decisiones en las subastas. El Gobierno no tenía necesidad de tomar esta actitud porque la Tesorería cuenta con amplios excesos de liquidez invertidos a corto plazo en el sistema financiero.

Frente a este panorama, la argumentación de Hernández *et al.* se hunde en el vacío. Para nosotros la preocupación no debe ser el tamaño de la sisa sino la magnitud del sobreprecio. El patrón de referencia –la tasa de interés de los TES– sobre el que basan su argumentación los autores es un precio injusto que privilegia a los tenedores de bonos. El grito ¡no a la sisa! es engañoso. La denuncia pertinente es ¡no al sobreprecio!

### **PRECIO JUSTO Y PRUDENCIA**

Por ahora hemos dicho que hay sobreprecio si el precio de referencia es la tasa de interés del mercado, el DTF. Podríamos argumentar, además, que este es el precio justo. Esta noción de justicia está asociada a la dinámica del mercado. Se trata, por tanto, de la justicia en el intercambio. Pero esta aproximación al precio justo puede ser muy limitada. Ya en el siglo XVI, el teólogo Molina (1588) preguntaba cómo determinar el precio justo.

Debe observarse, en primer lugar, que el precio se considera justo o injusto no en base a la naturaleza de las cosas consideradas en sí mismas –lo que llevaría a valorarlas por su nobleza o perfección–, sino en cuanto sirven a la utilidad humana; pues en esa medida las estiman los hombres y tienen un precio en el comercio y en los intercambios (Molina 1588, 167-168).

El precio no depende de la naturaleza intrínseca del bien sino de su utilidad. La noción contemporánea de utilidad es muy estrecha. Hoy

decimos que la utilidad se expresa a través de las preferencias reveladas. En caso de que por alguna razón haya dificultades para determinar el precio justo, continúa Molina, se deberá recurrir al “criterio de los prudentes”.

Cuando un bien se lleva por primera vez a una provincia, su justo precio se debe juzgar y establecer por el criterio de los prudentes, teniendo en cuenta la calidad del mismo, su utilidad, su escasez o abundancia, las dificultades, gastos y peligros que supuso trasladarlo a la provincia, etc. (Molina 1588, 173-174).

Si el precio justo resulta de la combinación de la lógica del mercado con la prudencia, es probable que la tasa de referencia ya no sea el DTF. Hemos argumentado (Cabrera y González 2000), que el actual nivel de la deuda es insostenible. La tasa de crecimiento de los intereses supera considerablemente la dinámica del producto<sup>2</sup>. En las condiciones actuales es prudente modificar la forma como se está manejando la deuda pública interna, de tal manera que sea sostenible en el futuro. Y, nuevamente, no se trata de sisar, sino de replantear el precio de referencia. No tiene sentido realizar el ajuste fiscal si conjuntamente no se actúa sobre la deuda. Si la deuda sigue creciendo a los ritmos actuales absorberá rápidamente cualquier logro que se consiga en el frente fiscal.

La política de tasas de interés no ha tenido en cuenta sus efectos sobre la deuda pública. En una perspectiva de más largo plazo es indispensable replantear la coordinación del conjunto de la política macroeconómica con las políticas del Banco de la República, puesto que éstas inciden de manera directa en la composición y el costo del servicio de la deuda. El objetivo debe ser que el tema de la deuda se incorpore dentro de las prioridades del Banco. No es posible seguir manejando la política monetaria y, por tanto, las tasas de interés, sin tener en cuenta las repercusiones sobre el gasto público. En concreto, se debe buscar mantener el nivel actual de bajas tasas de interés reales, no sólo para consolidar la incipiente reactivación de la economía sino para no encarecer más el servicio de la deuda. Los dos propósitos producirán resultados muy positivos en la disminución del déficit fiscal.

Gracias a la recuperación del señoreaje podrá reducirse la tasa de interés promedio de la deuda interna. Este proceso exige que haya coordinación entre las distintas entidades que tienen que ver con la

2. Sobre la insostenibilidad de la deuda, ver igualmente CGR (1995, 1999).

deuda pública: Dirección de Crédito Público (DCP), Dirección del Tesoro Nacional (DTN) y Banco de la República (BR). Dado el saldo actual de la deuda interna (\$25 billones), si se logra reducir su tasa promedio a un nivel de IPC + 7, se obtendría un ahorro en pago de intereses de \$1 billón (0.7% del PIB). Se debe plantear como objetivo de política una estructura de tasas de interés que refleje el hecho de que la deuda pública es el menor riesgo en el mercado. Podría proponerse, por ejemplo, que la tasa de interés de los TES a un año sea la DTF. La de los TES a tres años sea el DTF+2, la de los TES a 5 años sea el DTF+3. Estos nuevos precios de la deuda interna, que involucran la prudencia y que no desconocen las características del mercado, son más justos que los actuales.

Para romper el círculo vicioso actual, hemos propuesto mecanismos transitorios que contribuyan a acercar el precio de la deuda a un precio justo. Se trata, entonces, de buscar un precio justo y no de sisar. Hemos dicho que sin poner en peligro la estabilidad económica, en la situación actual de debilidad de la demanda es posible pensar en una expansión monetaria adicional a la programada, la cual se utilizaría para reemplazar deuda pública, que tiene un sobre costo, por crédito subsidiado del Banco de la República, de manera que se reduzca el pago de intereses y, por lo tanto, el déficit fiscal. Los mecanismos concretos serían: i) El Banco de la República compra un nuevo tipo de TES, digamos TES clase C, (con una tasa de interés del 1%). ii) Con los recursos recibidos, el Gobierno compra TES B en poder de inversionistas privados. Como la tasa promedio de los actuales TES es del 23% anual, se genera un ahorro de \$1.1 billón (0.8% del PIB). iii) Los tenedores de TES, que en su mayoría son entidades financieras o inversionistas institucionales, no van a utilizar estos recursos para demandar bienes y servicios, sino que buscarán otros activos financieros para invertir. Se abre así la gran posibilidad de crear un mercado para los títulos de largo plazo de la banca hipotecaria, que en las actuales circunstancias no tienen mercado. iv) En el peor de los casos es posible que una parte de los recursos recibidos se destine a la compra de dólares con lo cual se ejercería presión sobre la tasa de cambio. En este caso, el Banco de la República puede salir a recoger liquidez con OMAS (a una tasa que será menor que la de los TES B).

Después de examinar diversos episodios de deuda, a lo largo de la historia y en diversos países del mundo, Saul (1992) termina haciendo un llamado al manejo prudente.

Al confundir el funcionamiento de los sistemas con los valores morales, nuestra sociedad pierde su capacidad de examinar y juzgar si cada estructura tiene algún valor útil. El efecto práctico de nuestro estado

hipnótico es que dejamos a los prestamistas a cargo de los proyectos sociales y económicos. La deuda del Tercer Mundo es sólo una parte de este problema. El modo en que encaramos la inflación y la financiación empresarial está determinado por esa misma confusión. Incluso deberíamos encarar y tratar de otra manera la deuda gubernamental, si examinamos desapasionada-mente la naturaleza de la deuda y los pagos de intereses. Si la importancia de la deuda se reduce a su carácter de mecanismo abstracto, la inflación de papel, los intereses y los pagos se pueden manejar de manera práctica (Saul 1992, 371).

El funcionamiento de los sistemas no necesariamente conduce a actividades que tengan un valor útil para el conjunto de la sociedad. La forma como se está manejando la deuda puede estar amenazando la viabilidad de los proyectos sociales y políticos.

#### **LA FALACIA DE LA NEUTRALIDAD CONTABLE**

Hernández *et al.* argumentan que desde el punto de vista contable no hay ningún problema en que los tenedores de bonos sean entidades públicas porque los ingresos que éstas reciben por los intereses que les paga el Gobierno, finalmente vuelven al Gobierno. El resultado sería, entonces, un juego de suma cero. El ejercicio contable es simple. El Gobierno paga los intereses a las entidades públicas tenedoras de TES. Y, a su vez, las instituciones incluyen estos ingresos financieros en su presupuesto. El gasto del Gobierno causado por el pago de los intereses es igual a los ingresos financieros de las entidades públicas. La conclusión que se deriva de esta lógica es inmediata: es irrelevante que la deuda pública crezca si los tenedores de los títulos son las instituciones del Estado. No compartimos este enfoque. El aumento de la deuda pública ha sido perjudicial, así los principales tenedores hayan sido las propias instituciones del Estado. Nuestra argumentación considera los puntos siguientes: i) las interacciones macroeconómicas son muy distintas cuando la deuda es pequeña que cuando es grande, ii) el aumento de los ingresos financieros incentiva el aumento del gasto de las instituciones tenedoras de bonos de deuda pública, iii) las secuencias causales y las expectativas no son reversibles.

**Cuadro 2**  
**Saldo de TES B**  
**Composición por tipo de inversión**  
**Millones de pesos y porcentaje**

	Forzosos y convenidos	Subastas	Iss	Total
1995	1,475,112 38.0	645,954 17.0	1,743,608 45.0	3,838,268 100.0
1996	2,452,198 42.0	528,477 9.0	2,916,525 49.0	5,891,248 100.0
1997	3,826,083 40.0	1,942,984 20.0	3,845,055 40.0	9,567,672 100.0
1998	6,539,213 47.0	2,676,979 19.0	4,685,867 34.0	13,813,718 100.0
1999	8,794,469 44.0	5,099,607 25.0	6,206,344 31.0	20,100,420 100.0

Fuente: Fiduciaria y Valores, Banco República, Dirección de Cuentas y Estadísticas Fiscales, CGR.

Las interacciones macroeconómicas varían en función del tamaño de la deuda. En 1995, el monto de los TES forzosos y convenidos más los del Seguro Social era de \$3.1 billones. En 1999, la cifra subió a \$14.9 billones (cuadro 2). La retroalimentación de la deuda al interior del sector público incide en la tasa de interés y en las expectativas de inversión. Y si el mercado de capitales es restringido e imperfecto, como en el caso colombiano, el considerable peso que tiene la compra de títulos por parte de las entidades públicas contribuye a distorsionarlo más. Estos efectos se intensifican a medida que la deuda va creciendo.

Los ingresos financieros estimulan el gasto de las instituciones receptoras. Las instituciones públicas tenedoras de TES reciben recursos que incentivan el gasto de funcionamiento de la propia entidad o del Gobierno Nacional. Esta última situación se presenta cuando una institución como Ecopetrol aumenta sus ingresos gracias al rendimiento de los TES y luego transfiere dinero al Gobierno Nacional. El resultado final es perverso: la deuda pública estimula el gasto. El círculo vicioso genera una secuencia inversa a la convencional. En lugar de que la deuda sea la consecuencia de un mayor gasto, el endeudamiento termina incrementando el gasto.

En dos trabajos clásicos, Tobin (1980, 1982) muestra que los procesos macroeconómicos son irreversibles. Las secuencias causales que desencadena una política económica determinada, no pueden



echarse para atrás<sup>3</sup>. La reversibilidad de las causalidades no es posible. Si este principio se aplica a los balances contables del Gobierno emisor y de las entidades públicas tenedoras de títulos, la irreversibilidad significa que el balance de suma cero en el momento  $t$  es cualitativamente diferente al balance de suma cero en el momento  $t+1$ . Ambos momentos no son iguales por las razones aducidas en los puntos anteriores a propósito del tamaño de la deuda y de la forma como el aumento de los ingresos financieros estimula el gasto.

### EL SOBRECOSTO DE LA DEUDA

Hernández *et al.* proponen escenarios alternativos de endeudamiento y de tasas de interés. Parten de la hipótesis de que el problema de la deuda está directamente asociado al déficit primario y, por consiguiente, los aspectos relacionados con su manejo no son los más relevantes. No obstante, reconocen que si los intereses de la deuda pública hubieran sido más bajos se habría generado un ahorro importante. De todas maneras, concluyen que el ahorro habría sido mayor si se hubiera frenado el crecimiento del déficit primario.

#### Cuadro 3

Pagos de intereses efectivos y simulados si la tasa de interés hubiera sido 1/4 inferior a la tasa implícita realmente pagada (% del PIB)

	Efectivos	Simulación	Diferencia
1994	1.16	1.01	0.15
1995	1.23	1.03	0.19
1996	1.87	1.51	0.35
1997	2.04	1.67	0.37
1998	2.89	2.36	0.54
1999	3.30	2.73	0.57

Fuente: Hernández *et al.* (2000, 22).

“Efectivos”: monto de los intereses que se han pagado efectivamente. “Simulación” son los intereses que se habrían pagado si la tasa hubiera sido 1/4 inferior a la que se pagó efectivamente.

Estamos de acuerdo en que si el déficit primario hubiera sido menor, el monto de la deuda no habría llegado a las dimensiones actuales. Pero no compartimos la apreciación de que en las actuales circunstancias el tema de la deuda debe seguirse considerando como un asunto subordinado. Insistimos en que la deuda es un problema en sí mismo, al que se debe prestar urgente atención, sin que con ello

queramos desconocer la necesidad de avanzar en el ajuste estructural de las finanzas públicas. De las estimaciones de Hernández *et al.* también se llega a la conclusión de que un mejor manejo de la deuda aligera considerablemente el panorama de las finanzas públicas. Si la tasa de interés implícita interna hubiese sido inferior en 1/4 a la tasa implícita efectivamente pagada, en los últimos tres años se habría logrado un “ahorro” equivalente al 1.5% del PIB (cuadro 1). La conclusión es clara. Aun si aceptamos todos los presupuestos de los análisis de Hernández *et al.*, un mejor manejo de la deuda y de la política monetaria habría permitido un “ahorro” considerable. Este ahorro es la expresión clara de que sí ha habido un sobrecosto. Y retomando nuestra propuesta, el problema no es sisar o pagar, sino reducir el sobrecosto de tal manera que la deuda se pague a un precio justo.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Cabrera, M. y González, Jorge I. 2000. *El desmanejo de la deuda pública interna*, Contraloría General de la República, policopiado.
- Contraloría General de la República, CGR. 1995. “La bola de nieve del endeudamiento interno”, *Informe Financiero*, diciembre, 15-29.
- Contraloría General de la República, CGR. 1999. *La situación de las finanzas del Estado y deuda pública 1998*, Bogotá.
- Contraloría General de la República, CGR. 2000. *La situación de la deuda pública 1999*, Bogotá.
- Hernández, A., Lozano, L. y Misas, M. 2000. *La disyuntiva de la deuda pública: pagar o sisar*, Banco de la República, policopiado.
- Molina, L. 1588. “Disputa CCCXLVIII. Causas por las que el precio natural puede considerarse justo o injusto”, Camacho, F. 1981. *Luis de Molina. La teoría del justo precio*, Editorial Nacional, 163-174.
- Saul, J. 1992. *Los bastardos de Voltaire. La dictadura de la razón en Occidente*, Editorial Andrés Bello, 1998.
- Tobin, J. 1980. *Acumulación de activos y actividad económica*, Alianza Editorial, Madrid, 1986.
- Tobin, J. 1982. “Money and Finance in the Macroeconomic Process”, *Journal of Money, Credit and Banking* 14, 171-204. Reproducido en *Essays in Economics*, v. 4, *National and International*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1996, 23-66.