

La política de endeudamiento externo

Introducción

En distintas ocasiones el Banco de la República ha comentado y analizado la estrategia de endeudamiento externo seguida por Colombia desde cuando se inició el fenómeno conocido como crisis de la deuda, a finales de 1982. Con motivo del acuerdo que recientemente logró el Gobierno con la banca comercial internacional para resolver gran parte de nuestras necesidades de financiamiento hasta 1994, se ha considerado conveniente hacer referencia, una vez más, al tema de la deuda externa.

Las presentes Notas constan de cuatro secciones. En la primera, se hace un breve resumen de los lineamientos generales que desde un comienzo han guiado la estrategia de endeudamiento de Colombia. En la segunda, se presentan diversas estadísticas que permiten concluir que, tal como en su momento lo previeron las autoridades colombianas, la política seguida ha sido exitosa y ha permitido mejorar considerablemente todos los indicadores de endeudamiento externo del país. En la tercera, se describen, con algún grado de detalle, las condiciones del crédito sindicado con los principales bancos acreedores para el período 1991-1994. Finalmente, en la cuarta sección se examinan, a manera de conclusiones las posibilidades que hoy en día tiene Colombia de acceder voluntariamente al mercado internacional de capitales.

I. La estrategia de endeudamiento externo

A. El entorno macroeconómico

Es bien sabido que la gran liquidez que se presentó en los mercados internacionales de

capitales hacia finales de los años 70, aunado a las necesidades de los países en desarrollo de complementar el ahorro interno con recursos externos para financiar los grandes proyectos de desarrollo, contribuyó en forma importante a que las economías latinoamericanas mostraran un acelerado endeudamiento externo con la banca comercial internacional. Aunque el volumen de endeudamiento de Colombia era bajo en términos relativos, su tendencia, si bien menos acentuada, era similar a la de otros países de la región. Es así como la relación de la deuda externa al PIB aumentó de 23.3% en 1978 a 44% en 1983 y la participación de la banca comercial dentro del total de las fuentes de crédito externo del sector público pasó del 19.6% a 44.3% en el mismo período (véanse Cuadros 1, 2 y Gráf. 1).

Tal como sucedió en los demás países deudores, las condiciones del endeudamiento externo colombiano cambiaron ostensiblemente entre los años 70 y 1982 (véase Cuadro 3). Por ejemplo, entre 1970 y 1978 el período promedio de vencimientos de la deuda pública externa fue de 18.1 años, cayendo a 14 en 1982. Durante igual lapso, la tasa nominal de interés sobre estas obligaciones se incrementó de 6.6% a 10.5%. Lógicamente, la crisis de la deuda externa latinoamericana, desatada a partir de la declaratoria de moratoria por parte de México, explica el agravamiento de la situación.

Empero, el caso colombiano se distingue claramente de lo sucedido en el resto de la región. La principal diferencia radica en que desde los inicios de la crisis nuestras autoridades reconocieron que el problema fundamental que enfrentaba la economía colombiana consistía en un importante desequilibrio de sus principales variables macroeconómicas y no era consecuencia del fenómeno de la deuda. En tal sentido, el tema de la deuda externa debería tratarse

CUADRO 1

Indicadores de deuda externa

	Servicio de la deuda total como % de:		Intereses totales como % de:		Deuda/PIB (%)		Flujos netos de capital (2) (Mill. US\$)
	Ingresos Cta. Cte. (1)	Exportaciones de bienes	Ingresos Cta. Cte. (1)	Exportaciones de bienes	Total	Sector público	
1970	20.6	28.1	7.7	10.4	24.7	18.3	188
1971	25.7	35.6	9.0	12.4	26.5	18.8	146
1972	23.6	31.1	8.6	11.4	28.9	19.9	245
1973	21.3	27.9	8.6	11.2	27.1	19.7	286
1974	23.9	32.6	9.5	13.0	26.3	17.9	203
1975	16.9	22.5	8.9	11.9	31.4	21.7	270
1976	14.7	19.5	7.1	9.5	30.5	20.9	105
1977	12.3	16.4	5.8	7.8	26.2	19.0	211
1978	12.9	17.1	6.0	7.9	23.3	16.6	97
1979	15.9	22.9	6.8	9.8	26.9	17.5	559
1980	12.7	18.9	7.5	11.1	26.4	17.1	760
1981	20.0	32.9	13.3	21.7	33.1	22.0	1.033
1982	25.3	42.1	17.4	29.0	40.2	26.7	955
1983	35.0	50.0	20.9	29.8	44.0	30.2	927
1984	32.7	45.4	18.7	25.9	44.9	32.1	1.202
1985	35.4	49.8	21.3	29.9	43.6	33.0	1.140
1986	30.3	42.6	15.8	22.2	42.9	34.3	1.629
1987	35.0	50.8	16.9	24.4	43.2	34.6	(53)
1988	38.7	57.7	16.9	25.3	42.9	34.1	610
1989	43.3	61.1	17.9	25.3	38.8	31.7	393
1990	36.9	51.4	15.3	21.2	34.2	28.5	(74)

(1) Incluye ingresos por exportaciones de bienes, servicios y transferencias.

(2) Desembolsos menos amortizaciones de la deuda de mediano y largo plazo del sector público.

Fuente: Banco de la República - Departamento de Investigaciones Económicas.

CUADRO 2

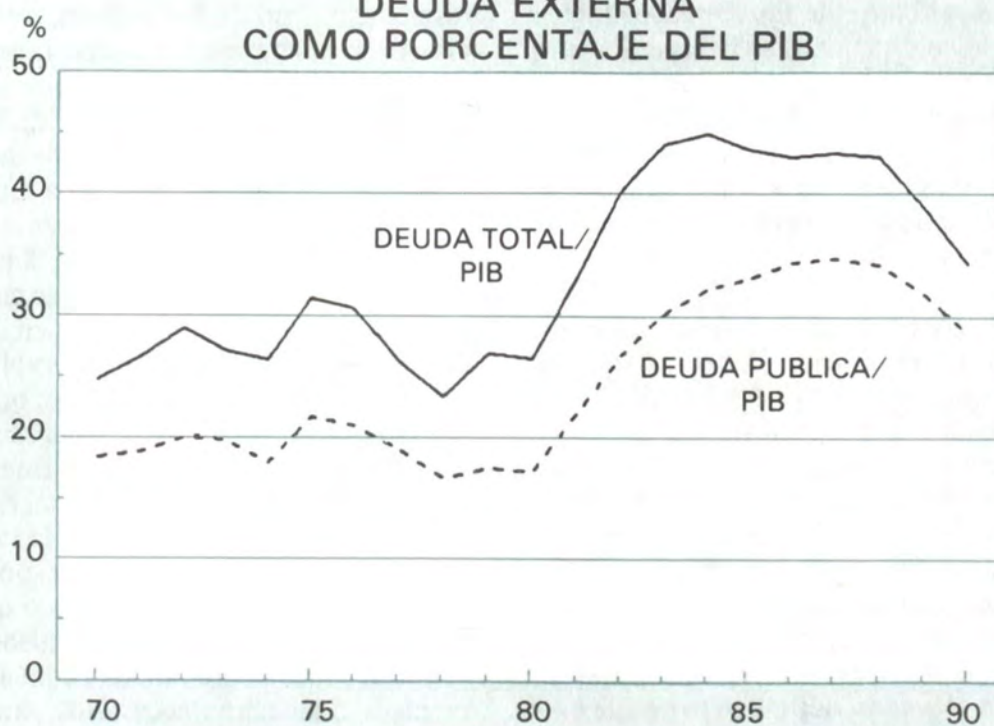
Deuda pública externa de mediano y largo plazo:
participación según prestamistas

(porcentajes)

	Organismos multilaterales	Entidades bilaterales	Bancos comerciales	Proveedores
1970	35.4	50.6	4.5	9.5
1971	36.0	49.6	5.6	8.8
1972	35.6	45.9	10.3	8.2
1973	34.7	43.4	14.3	7.6
1974	36.0	41.2	15.4	7.5
1975	36.0	38.0	18.3	7.7
1976	36.8	36.8	17.9	8.4
1977	36.9	33.8	20.9	8.3
1978	38.3	34.3	19.6	7.9
1979	35.5	29.3	28.9	6.3
1980	34.1	25.3	35.3	5.2
1981	32.3	20.5	43.2	4.0
1982	32.1	19.4	44.3	4.2
1983	31.9	20.1	44.3	3.7
1984	32.5	18.9	43.1	5.5
1985	34.9	20.8	38.4	5.9
1986	33.1	20.1	41.8	5.1
1987	35.3	20.4	38.8	5.5
1988	36.4	20.4	38.0	5.2
1989	37.5	19.5	37.4	5.6
1990	37.3	19.8	36.6	6.3

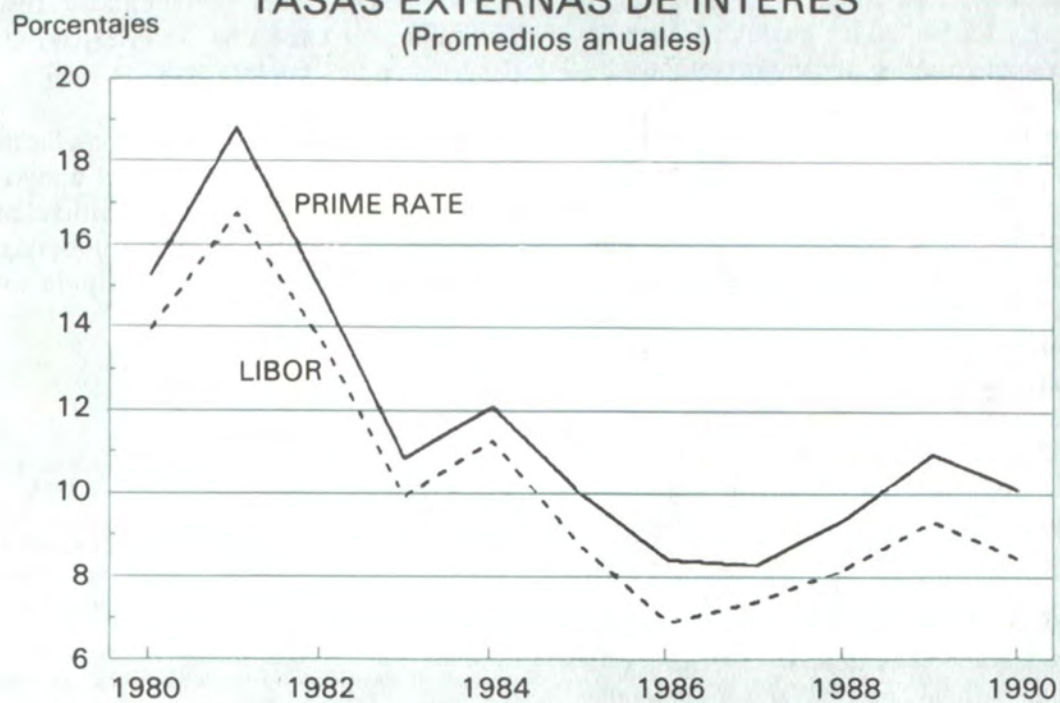
*Fuente: Banco de la República - Departamento de Investigaciones Económicas.

GRAFICO 1
DEUDA EXTERNA
COMO PORCENTAJE DEL PIB



Fuente: Cuadro 1

GRAFICO 2
TASAS EXTERNAS DE INTERES
(Promedios anuales)



Fuente: Fondo Monetario Internacional

integralmente dentro de un programa amplio y coherente de reordenamiento macroeconómico. Por tal razón, el cierre de los mercados internacionales de crédito nunca se interpretó como la causa de los problemas que aquejaban a la economía nacional; más bien, imperó la sana tesis de que las dificultades en la consecución de recursos externos hacía todavía más apremiante y necesaria la adopción de importantes medidas de ajuste económico.

La literatura económica nos enseña que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos es la contrapartida de un exceso de inversión sobre ahorro doméstico. Dicho déficit se puede financiar bien sea aumentando el endeudamiento externo o disminuyendo las reservas internacionales. Agotadas estas dos posibilidades, no existe alternativa distinta a la adopción de medidas de reordenamiento macroeconómico que restablezcan el equilibrio ahorro-inversión. En el caso colombiano, el considerable desbalance, reflejado en elevados déficit en la cuenta corriente, se financió en un principio con recursos de crédito externo¹, hasta que en razón de la crisis financiera internacional, esta posibilidad quedó agotada hacia 1983. En esos años y hasta 1984 el desequilibrio se financió con cargo a las reservas internacionales, las cuales pasaron de representar siete meses de importaciones de bienes y servicios a sólo tres en 1984. Ya para este último año era evidente la necesidad de adoptar un plan de ajuste macroeconómico.

Se ha señalado que, a nuestro juicio, la estrategia de endeudamiento externo del país ha sido una parte integral de la política macroeconómica. Específicamente, aquella adoptada respecto de la deuda externa fue y es hoy en día una consecuencia directa de haberle otorgado gran prioridad al restablecimiento del equilibrio externo e interno del país, donde la devaluación y el ajuste fiscal desempeñaban papel preponderante. Alternativas diferentes se adoptaron en su momento en otros países, que al enfrentar una situación de restricción de crédito optaron más bien por renegociar sus deudas externas; esta opción era en parte la consecuencia de una falta de voluntad por corregir desequilibrios macroeconómicos fundamentales².

La estrategia adoptada por Colombia, la cual daba preponderancia al saneamiento fiscal y al restablecimiento de la competitividad externa, era por lo tanto congruente con la intención de cumplir a cabalidad con los compromisos financieros internacionales previamente adquiridos. Se ha tenido el convencimiento de que repudiar los compromisos para forzar una reestructuración de las deudas podría encarecer el endeudamiento que todavía era posible obtener (especialmente créditos comerciales de corto plazo), frustrando la posibilidad de que en el futuro el país accediera de nuevo a créditos voluntarios de la banca comercial; de otra parte, brindaba incentivos a que distintos frentes del sector público pospusieran el reordenamiento financiero que con gran urgencia requerían. Por tal razón, desde los inicios de la crisis de la deuda la estrategia colombiana ha sido adoptar políticas de correcto manejo macroeconómico que le permitan honrar todos sus compromisos externos, negociar paquetes crediticios y contar así con los recursos financieros necesarios para complementar el ahorro interno y financiar los grandes proyectos de inversión del sector público. La política de refinanciación de deuda externa con la banca comercial ha sido aplicada ya en tres ocasiones concretas obteniéndose resultados favorables en cada una de ellas, tal como se describe en la siguiente sección.

Al mismo tiempo que se adoptaban las medidas de ajuste macroeconómico, el apoyo de las instituciones multilaterales permitió el reconocimiento del carácter de buen deudor de nuestro país³. Este se llevó a cabo con la figura novedosa

(1) Como se observó, la relación entre la deuda externa y el PIB se incrementó de 23.3% en 1978 a 44% en 1983.

(2) Desde luego, los países más altamente endeudados llegaron al caso extremo en que por falta de ingresos externos no contaban con los recursos necesarios, inclusive habiendo adoptado políticas de ajuste.

(3) En 1985, después de un año de contacto con los organismos multilaterales de crédito, Colombia llegó un acuerdo de financiación con la banca comercial bajo un sistema de monitoría con el FMI, sin sacrificar en lo esencial sus metas ya trazadas.

CUADRO 3

Deuda pública externa de mediano y largo plazo (1):
condiciones financieras de los nuevos
préstamos contratados

	Período promedio de gracia (años)	Período promedio de amortización (años)	Tasa promedio de interés (nominal)
1970	5.0	22.0	5.5
1971	5.1	22.0	5.6
1972	5.7	22.5	5.6
1973	4.7	18.7	7.8
1974	5.1	16.7	7.4
1975	4.1	15.2	7.5
1976	4.3	16.1	5.9
1977	3.9	15.7	5.9
1978	3.7	14.3	7.9
1979	4.6	13.0	9.5
1980	4.0	13.4	12.2
1981	4.6	12.9	12.1
1982	4.2	14.0	10.5
1983	3.5	14.7	10.7
1984	4.3	13.8	9.2
1985	3.3	11.6	8.9
1986	3.3	13.3	8.0
1987	3.3	12.0	8.0
1988	4.4	12.8	7.9
1989	5.2	13.3	9.2
1990	3.9	15.9	8.3

(1) Condiciones según promedio ponderado de los créditos
contratados en el respectivo año.

Fuente: Banco de la República - Departamento de Investigaciones
Económicas.

de la "monitoría" del Fondo Monetario Internacional a la política económica y al programa elaborado, procedimiento que sustituyó la alternativa convencional del acuerdo de "stand-by" con el FMI; las autoridades consideraron inconveniente esta última opción porque no se daban todas las causales para su aplicación, en particular aquella del desembolso o giro de fondos para atender el déficit de balanza de pagos, dado que no se requería en razón a la refinanciación pactada con la banca comercial y al buen desempeño del sector exportador, en especial el cafetero. El "stand-by" resultaba oneroso, en especial por las condicionalidades que implicaba y por secuelas serias que se querían evitar⁴.

B. La política de endeudamiento externo

Uno de los principales lineamientos de la estrategia de endeudamiento externo ha sido evitar que

el país se convierta en exportador neto de capital hacia la banca comercial, objetivo que se ha logrado con las sucesivas refinanciaciones según consta en el Cuadro 1; allí se observa que solamente en dos años ha habido flujos negativos, en cuantías más bien pequeñas. Es así como los esfuerzos del Gobierno se han orientado hacia la consecución de recursos "frescos" para la financiación de proyectos de inversión, que permitan el oportuno servicio de las obligaciones externas del sector público.

En segunda instancia, la política de endeudamiento externo se guió por el objetivo de mantener la calidad de la deuda externa colombiana, o sea, preservar las características que resultaban favorables para el país⁵. Aparte del problema de la concentración temporal de amortizaciones, las acreencias colombianas gozaban de excelentes condiciones en cuanto a plazo y tasas de interés; además, carecían de condicionalidades y en cuanto a la deuda privada se había evitado que esta recibiera garantía soberana. Haber optado por una estrategia de reestructuración habría implicado perder estas y otras bondades, al tiempo que habría generado cierta laxitud en la relación entre el país y los principales bancos acreedores, tal como ha sucedido en todos los países que optaron por una estrategia distinta a la refinanciación.

Un tercer aspecto de la estrategia que merece destacarse, se refiere al establecimiento de una nueva modalidad de crédito de política o programa con el Banco Mundial, y recientemente con el BID, con las características de ser de rápido desembolso y de servir de apoyo a la balanza de pagos. Anteriormente, se trataba

(4) Con relación a la deuda privada, y como se discute en detalle más adelante, el Gobierno desarrolló un mecanismo de solución particular para el sector privado (Resolución 33 de 1984 de la Junta Monetaria) el cual fue utilizado por las empresas que presentaban dificultades en el cumplimiento de sus obligaciones externas. De esta forma, la deuda externa privada quedaba excluida de las posibilidades de un acuerdo de "stand-by".

(5) Al respecto, véase Luis J. Garay: "El Manejo de la Deuda Externa de Colombia", Fescol-Cerec, febrero de 1991.

sólo de créditos relacionados con proyectos específicos, lo cual no resultaba conveniente en una coyuntura de reordenamiento de las finanzas públicas, proceso que requiere una adecuada flexibilidad en la asignación de los recursos.

La dirección que se le ha dado al tema del endeudamiento, de acuerdo con los organismos multilaterales de crédito, ha producido los resultados esperados. En particular, estos prestamistas han elevado su participación en el total de fuentes de financiamiento externo del país, constituyéndose en la actualidad en nuestro acreedor más importante, tal como se aprecia en el Cuadro 2. Hacia el futuro es deseable garantizar la continuidad de esta política.

Finalmente, si bien en el corto plazo el efecto sobre la balanza de pagos de refinanciar amortizaciones es prácticamente el mismo que el de reestructurar o dejar de servir las acreencias, esta última estrategia impone una enorme restricción a la posibilidad de canalizar recursos hacia planes prioritarios de interés del Gobierno. La refinanciación implica, a nivel de empresa o entidad del Gobierno, obtener nuevos desembolsos para poder cancelar los vencimientos, situación que da lugar a que algunas entidades amortizan al exterior más de lo que reciben y otras reciben más de lo que amortizan, pero en el conjunto el saldo de la deuda queda igual o se reduce. Una reestructuración conduce a que ni se amortiza ni se reciben recursos; esto último implica que con el fin de mantener los proyectos que iban a ser receptores netos de recursos del exterior, aquellas empresas que se benefician de no pagar al exterior han de movilizar domésticamente esos recursos para ponerlos a disposición de aquellas que deben efectuar las nuevas inversiones. El mecanismo de la reestructuración aparece a todas luces inconveniente si se le compara con la alternativa de que la entidad deudora cancele obligaciones y el proyecto que se desea promover reciba el financiamiento externo. Por ejemplo, conviene imaginar lo complicado que hubiese resultado llevar a cabo el Plan Nacional de Rehabilitación si el Gobierno careciera de acceso a recursos externos para financiarlo y hubiese tenido que recurrir a la reasignación de recursos internos. Además, hay

una gran diferencia entre las dos operaciones desde el punto de vista de la contabilidad bancaria, ya que la exigencia de provisiones en el segundo caso es mayor que en el primero en el que los préstamos se siguen considerando como vigentes.

Como se verá en la siguiente sección, los objetivos trazados se han cumplido, por cuanto se evitaron todos los costos inherentes a una reestructuración de la deuda, a la vez que paulatinamente se lograron mejoras sustanciales en el perfil del endeudamiento externo del país y ahora se cuenta con un panorama despejado para la obtención de nuevos recursos, en condiciones de mercado.

II. Evolución de la deuda externa colombiana

En la presente sección se describen brevemente las características de las sindicaciones efectuadas en la década pasada y se analiza la evolución de los principales indicadores de endeudamiento externo en Colombia. Este ejercicio destaca, en primer lugar, que las provisiones que se hicieron en cuanto a la evolución de la deuda al adoptar el plan de ajuste en 1985 se cumplieron a cabalidad, pues allí se contemplaba que los indicadores de endeudamiento externo tendrían un leve deterioro al comienzo y una mejora sustancial solamente a partir de 1989-1990.

A. Antecedentes de la primera sindicación

Se ha señalado que a finales de la década de los años setenta el país inicia un acelerado proceso de endeudamiento externo, concentrado en forma importante en el sector público, cuya deuda avanza de US\$4.179 millones en 1980 a US\$6.958 millones en 1983 (véase Cuadro 4). Así mismo, el fácil acceso a los recursos de carácter comercial por la amplia liquidez internacional determinó que se diera un sustancial aumento en la participación de la banca comercial dentro del total de acreedores del país (Cuadro 2). Este proceso, que implicaba contratar créditos a tasas flotantes de interés, encarecería posteriormente el servicio de la deuda, como consecuencia del

CUADRO 4

Saldo vigente de la deuda externa

(Millones de dólares)

	Mediano y largo plazo		Corto plazo		Total deuda externa
	Pública (1)	Privada	Pública	Privada	
1970	1.319	283	n.d.	174	1.776
1971	1.472	344	n.d.	253	2.069
1972	1.726	392	n.d.	392	2.510
1973	2.022	365	n.d.	397	2.784
1974	2.220	302	n.d.	736	3.258
1975	2.470	367	n.d.	735	3.572
1976	2.562	404	n.d.	780	3.746
1977	2.779	389	n.d.	664	3.832
1978	2.896	363	n.d.	801	4.060
1979	3.456	473	n.d.	1.374	5.303
1980	4.179	515	n.d.	1.763	6.457
1981	5.618	866	476	2.008	8.518
1982	6.078	1.192	741	2.258	10.269
1983	6.958	1.278	904	2.318	11.458
1984	8.090	1.437	739	2.084	12.350
1985	9.432	1.576	1.216	1.839	14.063
1986	11.754	1.623	228	1.382	14.987
1987	12.425	1.572	105	1.561	15.663
1988	12.873	1.585	188	1.788	16.434
1989	13.060	1.297	236	1.656	16.249
1990	13.655	1.128	222	1.634	16.639

(1) Incluye deudas privadas garantizadas por el sector público.

n.d. No disponible.

Fuente: Banco de la República - Departamento de Investigaciones Económicas.

alza en las tasas de interés internacionales al inicio de la década (Gráfico 2).

No obstante lo anterior, la deuda externa no constituía un problema prioritario para las autoridades económicas, ya que el perfil de las amortizaciones en el corto plazo no mostraba niveles muy significativos, porque parte de esta deuda se encontraba todavía en período de gracia. Sin embargo, a partir de 1980 el efecto combinado de la reducción en los ingresos por exportaciones y el aumento en los costos de la financiación externa señalaron un deterioro en los indicadores de endeudamiento. Es así como el servicio de la deuda en relación con los ingresos por exportaciones totales pasó de 19% en 1980 a cerca de 50% un lustro después y los intereses como proporción del total de ingresos corrientes aumentaron de 7.5% a 21% en igual período (véase Cuadro 1).

Resulta importante destacar el hecho de que al sucederse la crisis internacional de la deuda las autoridades claramente visualizaban el dete-

riorio que se daría en todos los indicadores de endeudamiento. Al fin y al cabo, puesto que en el período 1979-1982 se había concentrado gran parte del aumento en el endeudamiento, era apenas natural que, superado el período de gracia, en la segunda mitad de la década se diera una importante concentración de amortizaciones, que debería atenuarse con la entrada en operación de los grandes proyectos mineros y de hidrocarburos, como efectivamente ocurrió. Contrario a lo acontecido en otros países, en que se consideraba intolerable admitir elevados coeficientes de servicio de deuda, en el caso colombiano este fenómeno se interpretó como eminentemente temporal. De hecho, a través del reordenamiento macroeconómico, el país habría de recuperar un sendero de crecimiento que le permitiría "reescalar hacia abajo"⁶ su problema

(6) Es decir, lograr que la economía, y especialmente el sector exportador, crezcan más rápido que la deuda externa, de manera que en términos relativos ésta represente cada vez una menor carga.

de endeudamiento, siempre y cuando lograra sobrellevar favorablemente el delicado período de transición.

B. Sindicaciones con la banca comercial

1. El crédito "Jumbo" por US\$1.000 millones

En 1985, según lo descrito en la anterior sección, se hacía imperativo refinanciar las obligaciones cuyo vencimiento hacia mediados de la década imponían una exigencia de divisas inaceptable en términos de nuestra balanza de pagos, más aún en razón al virtual cierre del mercado internacional de capitales. El crecimiento económico y particularmente las excelentes perspectivas que se tenían en términos del desarrollo de nuestro sector exportador auguraban un sustancial relajamiento en la carga relativa de la deuda externa, si dicha refinanciación se concretaba. Recuérdese que gran parte del endeudamiento externo se había originado en sectores que, como el de hidrocarburos, habrían de contribuir favorablemente a la balanza de pagos, cuando los proyectos comenzaran a generar exportaciones. Además, y quizás más importante, el reordenamiento macroeconómico garantizaba que con un manejo activo de la tasa de cambio se lograría una sustancial depreciación real de la moneda, con el consiguiente impacto positivo sobre las exportaciones no tradicionales.

Como parte de esta orientación, en 1985 el Gobierno negoció el "crédito Jumbo", el cual permitió obtener recursos "frescos" por US\$1.000 millones en 1986. Como resultado de este desembolso, los flujos netos de capital ascendieron de US\$927 millones en 1983 a US\$1.629 millones en 1986 (Cuadro 1). Este hecho, aunado a la recuperación de las exportaciones cafeteras en dicho año, mejoró sensiblemente las perspectivas cambiarias del país y evitó que éste se convirtiera en exportador neto de capitales.

Como ya se mencionó, para la materialización de esta operación crediticia el país no juzgó procedente acudir a un acuerdo de "stand-by" con el Fondo Monetario Internacional. Sin embargo, se aceptó una monitoría de dicha entidad,

procedimiento que la banca comercial internacional consideraba necesario para garantizar que el país estuviera poniendo en práctica las políticas económicas requeridas para corregir sus principales desbalances económicos. Como se ha explicado en otras oportunidades, todas las metas incluidas en el programa de monitoría se cumplieron con gran amplitud.

Si bien el crédito "Jumbo" abría el camino hacia la normalización de las relaciones del país con la comunidad financiera internacional, se interpretaba solamente como un primer paso en el largo proceso hacia una mejora sustancial de los indicadores de endeudamiento. Ya a partir de 1985, y tal como había sido previsto por las autoridades, los vencimientos de la deuda contratada con la banca comercial a principios de la década comenzaron a hacerse efectivos, lo que se tradujo en un aumento del servicio, el cual, como porcentaje de los ingresos de divisas, aumentó del 25% en 1982 al 35% en 1985⁷. El desembolso del "crédito Jumbo" permitía mejorar la posición de balanza de pagos, pero solamente resolvía las necesidades de financiación por un período de dos años.

La refinanciación de las obligaciones externas, que en parte se hace con el objetivo de desconcentrar amortizaciones en el tiempo, no puede interpretarse como un círculo vicioso de endeudarse para pagar, ni mucho menos como un mecanismo para posponer la solución de los problemas; es una estrategia financiera interesante, que a la vez que aminora la presión del servicio de la deuda sobre la balanza de pagos, mejora la posición relativa del deudor y facilita su retorno al mercado internacional de capitales.

2. El crédito "Concorde" por US\$1.000 millones

Ante esta circunstancia, el país adelantó nuevamente conversaciones con la banca comercial a partir de 1987, dentro de las mismas pautas que venían guiando la política de endeuda-

(7) La caída de dicha relación a 30% en 1986 está claramente determinada por la transitoria elevación de los precios internacionales del café en dicho año.

miento externo colombiano. El resultado de estas negociaciones fue la obtención de recursos para el bienio 1987-1988, con la firma del "crédito Concorde" por valor de US\$1.000 millones, el cual, por problemas de índole operativa solamente vino a ser desembolsado en 1988. Dicha negociación tuvo una especial relevancia ya que significó el reconocimiento para el país de su calidad de buen deudor, en un contexto caracterizado por el provisionamiento de su cartera con los países latinoamericanos por parte de las fuentes comerciales de crédito externo. De igual forma, en esta ocasión, y en virtud de los avances que se habían hecho en términos de reordenamiento macroeconómico, la comunidad financiera internacional aceptó que el país no se sometiera de nuevo a una monitoría del Fondo Monetario Internacional; los acreedores se sintieron satisfechos con que se les diera acceso al documento regular de consulta con el FMI.

En el Cuadro 1 se observa cómo dicha operación permitió que en 1988 y 1989 Colombia se convirtiera en receptor neto de recursos. Si bien otros indicadores de endeudamiento no señalan una notoria mejoría hasta 1989, aspecto claramente previsto por las autoridades, este año se visualizaba como el último de una ardua trayectoria hacia una mejora sustancial del perfil de la deuda externa del país.

3. El "Crédito Integrado 1989-1990"

Dado el éxito obtenido en las anteriores operaciones crediticias, el Gobierno acudió por tercera vez a la banca internacional para re-financiar las obligaciones que vencían en el período 1989-1990, bajo el mismo esquema de negociación utilizado hasta el momento; es decir, buscando rotar los vencimientos de la deuda con la banca comercial. Sin embargo, en esta ocasión se presentaron algunas diferencias como fueron el diseño de instrumentos financieros con condiciones de mercado y el otorgamiento de una comisión adicional, como incentivo a la temprana aceptación de los bancos a participar en el crédito ("early participation fee"). Así mismo, para evitar el deterioro temporal de las reservas internacionales ori-

ginado en el desfase entre desembolsos y pagos, se decidió, de común acuerdo con el Comité Consultivo de Bancos Internacionales, suspender durante el primer trimestre de 1989, con carácter eminentemente transitorio, las amortizaciones de deuda pública, lo que sirvió a la vez para presionar la participación de aquellos bancos renuentes a mantener su exposición en el país.

Es importante resaltar el hecho de que en esta sindicación se hizo manifiesto un problema que ya se había insinuado en las dos anteriores, y que tiene que ver con los bancos llamados "oportunistas" ("free-riders"). En general se trata de acreedores de pequeño tamaño, que optan por disminuir su exposición en el país. Si bien su retiro de la sindicación no implica una disminución sustancial en los recursos que se han de obtener, ciertamente su actuación sí complica y dilata las negociaciones en forma preocupante. En la medida en que se introducen instrumentos novedosos que ofrecen condiciones atractivas a los acreedores, como es el caso de los bonos, se logra compensar el retiro de los "oportunistas".

El resultado de esta negociación fue la firma, en junio de 1989, del "Crédito Integrado 1989-1990" (conocido como "Challenger") por un monto de US\$1.645 millones. Gracias a estas gestiones, Colombia inició una nueva etapa de endeudamiento caracterizada por el progresivo mejoramiento en los indicadores de su deuda; la relación servicio de la deuda a ingresos corrientes se redujo del 43% al 37% entre 1989 y 1990, mientras que el saldo de la deuda como proporción del PIB pasó del 39% al 34% en igual período. Así mismo, el desembolso de los recursos de crédito externo facilitó el cumplimiento de los siguientes objetivos: en el frente externo, permitió mantener un nivel de reservas internacionales superior a 10 meses de importaciones de bienes (10.2 meses en 1989 y 10.6 en 1990); por otra parte, se pudieron dirigir los recursos hacia los sectores en que el Gobierno consideraba prioritaria la inversión, sin necesidad de recurrir a un difícil proceso de reestructuración de la deuda. Adicionalmente, se logró mantener la exposición de la banca internacional en el país.

Siguiendo de nuevo los lineamientos generales de la política de endeudamiento externo aplicada hasta ahora, el Gobierno inició en 1990 una cuarta ronda de negociaciones con la banca internacional, orientada a financiar las amortizaciones de la deuda externa contraídas con estos prestamistas durante el cuatrienio 1991-1994. Se estima que en dicho período la relación del servicio de la deuda a los ingresos corrientes descenderá del 37% en 1990 al 24% en 1994 y el saldo de la deuda sobre el PIB pasará del 34% en 1990 al 29% en 1994. Las características generales de esta negociación se analizan en la cuarta sección de estas Notas.

C. La deuda externa privada

Antes de proceder a describir la última operación de sindicación, conviene hacer una breve mención a algunos aspectos relacionados con la deuda externa del sector privado⁸. Como mencionamos anteriormente, el punto central del programa de reordenamiento macroeconómico eran las finanzas públicas; de igual forma, el endeudamiento del sector público es el aspecto principal de la política de crédito externo. Sin embargo, no por ello hay que restarle importancia al manejo que se le ha dado a la deuda externa privada y a las medidas que al respecto ha tomado el Gobierno.

A comienzos de los años 80 el sector privado incrementa considerablemente su nivel de endeudamiento externo, estimulado por el diferencial existente entre los costos financieros externos e internos y por la necesidad de compensar, a través de la cuenta de capitales, el progresivo deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos, originado este último en una política amplia de importaciones y por la revaluación de la tasa de cambio real.

Las dificultades financieras que afrontaron varias empresas en razón a la recesión por la que atravesaba la economía colombiana, aunadas al encarecimiento de los recursos financieros externos como consecuencia tanto de la aceleración en el ritmo de devaluación entre 1984 y 1985, como por el efecto del alza en las tasas de interés externas, hicieron necesario adoptar

medidas transitorias de alivio. Con el fin de compensar parcial y temporalmente dichos problemas, y para minimizar el impacto negativo que esto tendría sobre la economía en su conjunto y en la actitud de los prestamistas internacionales, la Junta Monetaria estructuró un mecanismo que facilitaba la refinanciación de acreencias que convinieran voluntariamente las dos partes; este fue el propósito de la Resolución 33 de 1984 de la Junta Monetaria⁹.

Gracias a esta medida se logró que, dado que el país no tenía carencia de divisas para atender los pagos, el sector privado continuara sirviendo cumplidamente sus obligaciones, independientemente de las serias dificultades financieras por las que atravesaban algunas empresas. De lo contrario, haber permitido que éstas incumplieran sus compromisos externos hubiese sido interpretado por la comunidad financiera internacional como un síntoma de que el país presentaba problemas cambiarios, lo cual habría sido una señal muy desafortunada frente a la estrategia global de endeudamiento externo que se estaba ejecutando.

De esta manera, las empresas del sector privado han podido cubrir en pesos y de una manera gradual el servicio de su deuda externa, dado que el mecanismo estableció un esquema de amortización con cuotas de capital bajas en un comienzo y altas al final, las cuales permiten la paulatina recuperación financiera de las mismas. A raíz de la aplicación de dicha norma y como resultado de los bajos niveles de contratación de nuevos créditos, la participación de la deuda privada de mediano plazo dentro del total de las acreencias externas del país se ha reducido a niveles del 6% en 1990¹⁰. En resu-

(8) En este contexto, por deuda externa privada se entiende las obligaciones de mediano y largo plazo contraídas por personas naturales o entidades jurídicas residentes, y que no cuentan con la garantía de la nación.

(9) Mecanismo que en su momento fue tratado en las Notas Editoriales de mayo de 1984.

(10) En este descenso también influyó la compra con descuento de las obligaciones externas de Papelcol, que redujo el saldo de la deuda total en aproximadamente US\$ 300 millones en 1989.

men, el tema de la deuda externa privada, importante en 1984, puesto que su solución condicionaba en gran parte las gestiones de negociación de la deuda externa del sector público, ha sido superado en su totalidad, y no representa hoy en día ningún problema en términos de su servicio.

III. Crédito integrado con la banca comercial 1990-1994

A. Generalidades

Las primeras conversaciones del Gobierno con el Comité Consultivo de Bancos Internacionales, orientadas a negociar las condiciones generales del crédito 1991-1994, se iniciaron en julio de 1990, llegándose a un principio de acuerdo el 10 de noviembre de dicho año, fecha en la cual se firmó la "hoja de términos". A partir de ese momento, se inició la etapa de sindicación, o sea el proceso de estudio y definición por parte de cada banco acreedor de su participación individual dentro del total, fase cuya culminación exitosa ocurrirá con la firma del crédito, en abril de 1991.

El monto solicitado asciende a US\$1.775 millones y está compuesto por dos instrumentos financieros distintos: el crédito de refinanciación ("refinancing facility") y el crédito complementario ("complementary facility"). El primero tendrá un valor de US\$1.575 millones, de los cuales el 64% será desembolsado en 1991 y 1992, el 22% en 1993 y el 14% restante en 1994, reflejando con esta tendencia decreciente el menor ritmo de amortizaciones de los últimos años. El segundo estará constituido por bonos cuya cuantía en valor nominal ascenderá a US\$200 millones, los cuales serán colocados en el mercado internacional en 1992 y 1993, en dos tramos de US\$100 millones cada uno.

Gracias a esta negociación, Colombia obtendrá de la banca comercial internacional los recursos necesarios para cubrir los requerimientos del programa de modernización de la economía, las necesidades de financiamiento de los planes prioritarios de inversión pública y

seguirá consolidando su posición cambiaria, manteniendo la continuidad de la política de endeudamiento externo con la cual se ha evitado que el país se convierta en exportador neto de capitales ¹¹.

B. El crédito de refinanciación

Con este nombre se conoce la parte del empréstito bajo el cual se obtendrán recursos externos por valor de US\$1.575 millones. Este monto corresponde al 80% de las amortizaciones totales¹² de deuda pública de mediano y largo plazo contraída con la banca comercial que se efectuarán en el próximo cuatrienio. Es importante resaltar el hecho de que a través de esta negociación el país asegura los recursos necesarios para cubrir gran parte del servicio de su deuda con la banca internacional durante el período 1991-1994, conservando la discrecionalidad en el manejo de su política de endeudamiento externo.

Se estima que en este crédito participarán 105 bancos, reduciéndose el número ligeramente frente a la sindicación de 1989-1990, a la cual se vincularon 112 bancos (véase Cuadro 5). La tasa de interés será del 1% sobre la tasa de oferta interbancaria de Londres en operaciones a seis meses (LIBOR), superior en 1/8% a aquella obtenida en la sindicación anterior. La amortización del crédito deberá hacerse en 12.5 años, obteniéndose un plazo mayor en seis meses al del Crédito Integrado 1989-1990.

La actual sindicación también se diferencia de la anterior en el sistema de amortización y en el período de gracia; bajo este nuevo esquema, en sentido estricto no existe período muerto sino un mecanismo escalonado de amortización, cuyas cuotas de capital se fijaron de acuerdo con

(11) Al igual que en la sindicación anterior, se decidió, de común acuerdo con el Comité Consultivo, posponer el pago de las amortizaciones de las entidades públicas con la banca comercial durante el primer trimestre de 1991, para lo cual se expidió la Resolución 73 de 1990 de la Junta Monetaria.

(12) Incluye tanto deuda asegurada como no asegurada.

el siguiente cronograma: entre 1991 y 1994 se amortizarán US\$50 millones distribuidos en ocho cuotas semestrales iguales; en el período 1995-1997 se pagarán US\$107 millones, en seis cuotas semestrales iguales. En 1988 se cancelarán dos cuotas semestrales por un total de US\$125 millones y entre 1999 y el 2003, el saldo restante, US\$1.293 millones. En síntesis, durante los primeros ocho años sólo se amortizará el 18% del monto total, debiéndose cancelar el 82% restante en un período de cinco años (1999-2003) y no habrá un período de gracia definido comparable al de los créditos anteriores.

En lo que respecta a la distribución de los recursos, el Gobierno recibirá US\$803 millones, la FEN US\$347 millones y Carbocol US\$425 millones. Los fondos serán utilizados para fortalecer el programa de modernización de la economía, el cual requiere inversiones en los sectores de comunicaciones y transporte entre otros. Así mismo, se apoyará el programa de ajuste del sector eléctrico financiado

por la FEN y se impulsarán los planes de inversión requeridos por Carbocol.

C. El crédito complementario

Los bonos o "complementary facility" constituyen el segundo instrumento financiero de la operación crediticia. Fueron diseñados bajo el mismo criterio de la negociación anterior; es decir, se trata de títulos con condiciones financieras de mercado, que le aseguran al país financiación "fresca" de carácter virtualmente voluntario. Los títulos serán emitidos por un monto de US\$200 millones, tendrán un carácter de libre transferencia y sólo podrán ser adquiridos por aquellos bancos que hayan participado en el monto convenido en el crédito de refinanciación. Devengarán un interés equivalente a la tasa LIBOR adicionada en 1 1/2 puntos porcentuales idéntica a la tasa de interés de los bonos emitidos en 1989-1990. Con respecto a estos últimos se reduce el período de gracia de 5 a 2 años y el de amortización de 8 a 7 años.

CUADRO 5
Comparación de las cuatro sindicaciones del sector público con la banca comercial

	Jumbo	Concorde	Operación 1989-1990		Operación 1991-1994	
	1985-1986	1987-1988	Préstamo	Bonos	Préstamo	Bonos
Número de bancos participantes	260	114	112	27	105(1)	—(2)
Cuántia (US\$ millones)	1.000	1.000	1.460	185	1.575	200
Tasas de interés % (márgenes)						
Opción Libor (6 meses)	1 1/2*	15/16	7/8	1 1/2	1	1 1/2
Opción Prime	1 1/8*	3/8	No existe	No existe	No existe	No existe
Plazos (años)						
Gracia	3 1/2	5	6	5	0**	2
Total	9	10	12	10	12 1/2	7
Comisiones %						
Compromiso	1/2	1/2	1/2	1/2	1/2	1/2
Préstamo	1/2	1/2	3/8	N.A.	7/8	N.A.
Desembolso	1/4	1/8	1/8	N.A.	1/8	N.A.
Participación temprana	No	No	1/4	N.A.	1/2	N.A.
Monedas desembolsadas	8	10	8	US\$	7	US\$
Condicionalidad						
Monitoría FMI	Sí	No	No	N.A.	No	N.A.
Informe Art. IV FMI	Sí	Sí	Sí	N.A.	Sí	N.A.
Informes Banco Mundial	Sí	No	Sí	N.A.	No	N.A.

(1) Estimado.

(2) Esta cifra sólo se conocerá una vez se perfeccione la operación.

* A partir del 5o. año: margen sobre libor 1 3/8, margen sobre prime 1.

** Durante los primeros 8 años se amortizará el 18% del crédito.

N.A. No aplica.

A pesar de su costo, este instrumento financiero presenta ventajas, por cuanto le permite al país compensar el retiro de los bancos "oportunistas" ("free-riders"), haciendo posible el incremento de la exposición de aquellas entidades con disposición para aumentar su riesgo en Colombia. Así mismo, facilitan la presencia de papeles de deuda colombianos con mayor frecuencia y por montos crecientes en el mercado internacional de capitales, pues se trata de un instrumento de inversión atractivo y seguro y de fácil transferencia¹³.

IV. Conclusiones

A lo largo de las presentes Notas se ha descado destacar cuatro aspectos principales en lo que se refiere al crédito externo del país. i) En buena hora Colombia optó por no reestructurar su deuda externa, y, mejor aún, decidió preservar su política tradicional de honrar sus compromisos financieros externos. ii) Desde el primer momento en que se comenzaron a presentar problemas en el frente del endeudamiento externo hasta 1984-1985, se hizo el reconocimiento explícito de que para lograr una solución a las cuantiosas amortizaciones exigibles se requería un programa macroeconómico de riguroso equilibrio; la restricción del financiamiento externo se entendió siempre no como la causa del desbalance económico, sino como un elemento indicativo de la necesidad de un ajuste imposterizable. iii) Mantenerse al día en el pago de las obligaciones externas si bien ha tenido un costo importante de corto plazo en términos fiscales y de balanza de pagos, en el mediano y largo término seguramente continuará facilitando el camino para que el país pueda retornar al mercado voluntario de crédito sin los serios traumatismos y la desconfianza que deja entre los acreedores la cesación unilateral de pagos. iv) Como se previó en su momento, el crecimiento económico y especialmente el favorable desarrollo de las exportaciones determinaron que al finalizar la década pasada se hubiese presentado una notoria mejoría en los indicadores de endeudamiento externo.

Como resultado de la permanencia de esta política, se ha logrado que dichos indicadores evolucionen favorablemente y se espera que su mejoría continúe en forma sostenida en el próximo futuro; igualmente las perspectivas en términos de balanza de pagos presentan índices altamente aceptables, y la calidad de nuestra deuda externa se muestra de manera positiva en relación con la de países que optaron por estrategias diferentes a la que aquí se ha resc-

ñado. Un resultado que debe destacarse dentro de las varias negociaciones mencionadas y en particular de la concluida en este año, tiene que ver con la conservación de las características de la deuda colombiana y que conforman la llamada calidad de la deuda. Ningún aspecto fundamental en temas tales como la naturaleza de las obligaciones específicas, la gama de acreedores, las garantías requeridas, la no vinculación del servicio con los ingresos externos, etc., ha sido comprometido y menos aún se han pactado condiciones desventajosas que debiliten la posición del país hacia el futuro.

Por todo lo anterior, pensamos que están dadas las condiciones para que el país se aproxime nuevamente al mercado voluntario de crédito en condiciones favorables; la sólida situación económica general y el excelente desempeño esperado en cuanto a la balanza de pagos así lo sugieren. En concordancia con estos hechos objetivos se observan claras manifestaciones de los distintos agentes financieros en el sentido de que la capacidad de acceso de Colombia al mercado internacional de crédito está plenamente recuperada.

(13) Se ha querido comparar el perfil financiero del crédito recientemente negociado por Colombia con el de las reestructuraciones que, al amparo del "Plan Brady", hicieron países como México, Costa Rica y Venezuela. Desafortunadamente, este ejercicio es virtualmente imposible de plasmar en cifras, por las diversas condicionalidades que caracterizaron estas reestructuraciones.

VIDA DEL BANCO

La Biblioteca Luis-Angel Arango: su Sala de conciertos

El 25 de febrero de 1966 se inauguró la Sala de conciertos de la Biblioteca Luis-Angel Arango, con el estreno de la "Obertura de Inauguración" obra del compositor colombiano Fabio González Zuleta e interpretada por el organista Carl Weinrich. Al celebrar este recinto sus 25 años volvió a escucharse la citada partitura, ejecutada en esta ocasión, por el organista francés Jean Louis Gil.

La Sala sigue siendo la primera del país en la divulgación de la música de cámara y fue diseñada para integrar el órgano a su estructura. El órgano tubular, construido por el alemán Oskar Binder, cuenta con 33 juegos reales, repartidos sobre tres teclados y el pedal, y con un total de 2.436 flautas de madera y metal.

Durante 17 años la dirección de la Sala estuvo a cargo del doctor Jaime Duarte French a quien sucedió la doctora María Stella Fernández Ardila. Se ha conservado siempre la política de presentar artistas y programas de excelente calidad, tanto en la temporada tradicional de los miércoles como en los nuevos conciertos de los jueves de "Los Jóvenes Intérpretes" los días lunes, y la serie didáctica de los domingos "Música para la Juventud".

La celebración de este aniversario a lo largo del año contempla diez ciclos espe-

ciales enmarcados dentro de las efemérides importantes para la música, como el bicentenario de la muerte de Mozart.

"La Música de la Vida", exposición en el Museo del Oro

Con la asistencia de las directivas del Banco de la República y personalidades del ámbito musical, el 15 del presente mes el Museo del Oro abrió la exposición titulada "La Música de la Vida", la cual permanecerá en exhibición hasta octubre próximo; luego será presentada en varias ciudades del país. En la ceremonia de inauguración, William Duica, curador de la muestra, realizó la explicación de la misma y Raúl Alonso Cáceres tuvo a su cargo la interpretación de los diversos instrumentos musicales.

El objetivo del evento es realzar la importancia de la música dentro de las comunidades indígenas; alrededor de ella se organizan los rituales en los cuales se baila y se canta para que la sociedad viva, se cure, invoque a sus dioses, recuerde sus tradiciones y entierre a sus muertos.

El lenguaje de la música, expresado en el ritual, contiene el sentido del origen, la tradición, la vida, la naturaleza y la muerte, correspondiendo a las cinco unidades en que está clasificada esta interesante exposición, fruto de una seria investigación antropológica.