

# EL MANEJO DE LA DEUDA EXTERNA

## Introducción

En el mes de junio se firma el contrato de un crédito sindicado por valor de US\$ 1.645 millones entre la República de Colombia, la Financiera Eléctrica Nacional (FEN), ECOPETROL y CARBOCOL como prestatarios, y un grupo de bancos comerciales internacionales. Este préstamo tiene por objeto atender los requerimientos financieros del sector público durante el bienio 1989-1990 y contribuir al financiamiento del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos.

Las presentes Notas tienen como propósito analizar las condiciones de este crédito y evaluar su consistencia con la política de endeudamiento externo que ha seguido el país en los últimos años. Para este efecto, se hace un examen comparativo de las características de los últimos empréstitos obtenidos por el sector público bajo determinadas condiciones del mercado internacional de capitales, en relación con las necesidades del país desde el punto de vista fiscal y de balanza de pagos. Se comentan también las perspectivas y opciones para el manejo de la deuda externa del país, a raíz del anuncio de la "iniciativa Brady", la propuesta norteamericana sobre esta materia que fue recientemente anunciada.

## I. Política de endeudamiento externo

Desde que se inició la llamada crisis de la deuda en 1982, la política del país en este

frente ha estado guiada por unas directrices generales, determinadas por las necesidades de largo plazo de la economía. El objetivo central de las autoridades, en cada una de las sucesivas negociaciones efectuadas por el sector público desde 1984, ha sido, en efecto, el de *preservar y, si es posible, mejorar las favorables características financieras de las obligaciones externas del país*, en particular las referentes a la composición de los prestamistas y de los beneficiarios, la estructura de plazos y tasas de interés, el nivel del endeudamiento absoluto y relativo, el volumen de su servicio y del destino final que se le ha dado a los recursos.

### 1. Composición de prestatarios y acreedores

Tradicionalmente, la gran mayoría de las obligaciones externas del país han sido contratadas por el Gobierno Nacional y por las diferentes entidades que integran el sector público colombiano. Esta composición está relacionada con el tipo y la magnitud de las inversiones que ha adelantado el Estado durante las últimas décadas, y por la regulación de los flujos de endeudamiento externo privado, debido al empleo del control de cambios vigente desde 1967.

Es así como en 1980, el 65% de la deuda externa del país estaba en cabeza del sector público, correspondiendo el porcentaje restante a obligaciones directas del sector privado y a líneas comerciales de corto plazo. A finales de 1988, la participación de la deuda pública externa había

CUADRO 1

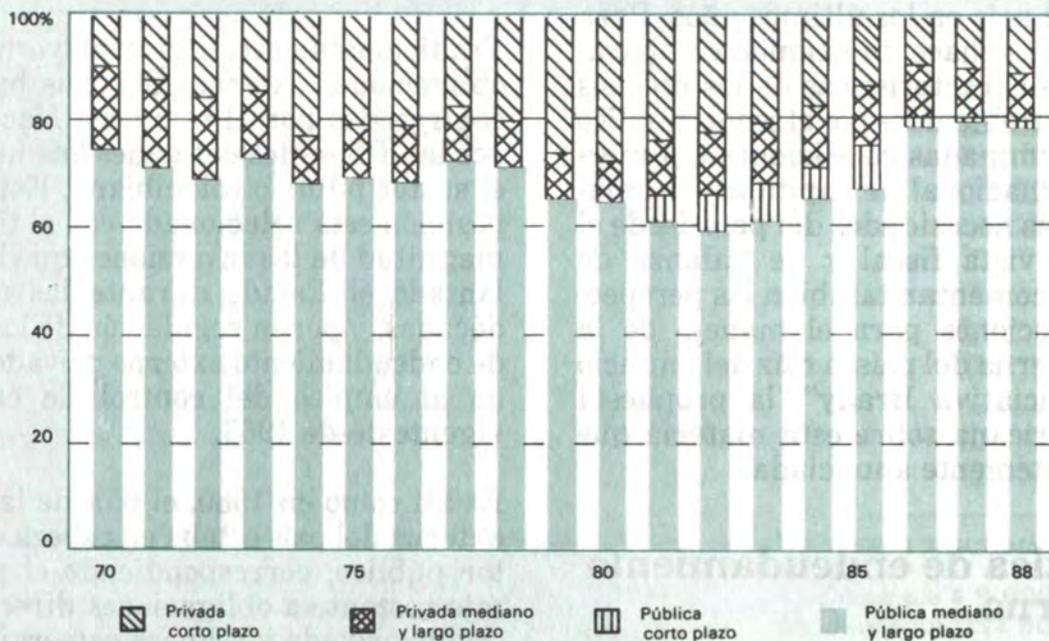
Saldo vigente de la deuda externa pública y privada  
(Cifras en millones de dólares)

	Deuda pública			Deuda privada			Total Deuda Externa
	Mediano y largo plazo (1)	Corto plazo	Subtotal	Mediano y largo plazo	Corto plazo	Subtotal	
1970 .....	1.319	n.d.	1.319	283	174	457	1.776
1971 .....	1.472	n.d.	1.472	344	253	597	2.069
1972 .....	1.726	n.d.	1.726	392	392	784	2.510
1973 .....	2.022	n.d.	2.022	365	397	762	2.784
1974 .....	2.220	n.d.	2.220	302	736	1.038	3.258
1975 .....	2.470	n.d.	2.470	367	735	1.102	3.572
1976 .....	2.562	n.d.	2.562	404	780	1.184	3.746
1977 .....	2.779	n.d.	2.779	389	664	1.053	3.832
1978 .....	2.896	n.d.	2.896	363	801	1.164	4.060
1979 .....	3.456	n.d.	3.456	473	1.374	1.847	5.303
1980 .....	4.179	n.d.	4.179	515	1.763	2.278	6.457
1981 .....	5.168	476	5.644	866	2.008	2.874	8.518
1982 .....	6.078	741	6.819	1.192	2.258	3.450	10.269
1983 .....	6.958	904	7.862	1.278	2.318	3.596	11.458
1984 .....	8.090	739	8.829	1.437	2.084	3.521	12.350
1985 .....	9.432	1.216	10.648	1.576	1.839	3.415	14.063
1986 .....	11.754	228	11.982	1.623	1.382	3.005	14.987
1987 .....	12.425	105	12.530	1.572	1.561	3.133	15.663
1988 .....	12.893	188	13.081	1.585	1.788	3.373	16.454

(1) Incluye deudas privadas garantizadas por el sector público.  
n.d.: no disponible.

Fuente: Deuda Externa, Investigaciones Económicas, Banco de la República.

GRAFICO 1  
Deuda externa 1970-1988  
composición por prestatarios



Fuente: Cuadro 1

aumentado apreciablemente, y de los casi US\$ 16.500 millones a que ascendía el total, el 80% pertenecía a entidades estatales, mientras que apenas el 20% lo debían personas y empresas de naturaleza privada (véase Cuadro 1).

La disminución en la participación privada obedece a que, ante la estrechez del mercado internacional de capitales, la contratación de nuevos créditos, con posterioridad al inicio de la crisis de la deuda, ha quedado limitada en su gran mayoría al sector público, aprovechando el hecho de ser percibido por los acreedores como un mejor riesgo y su mayor capacidad negociadora. Simultáneamente, los agentes privados han tendido a mantener el valor nominal de su deuda externa, llegando incluso a reducir el saldo de aquella contratada a mediano y largo plazo. Se trata de una tendencia que sería deseable revisar.

En cuanto a los acreedores del país, su estructura refleja la composición de prestatarios anteriormente descrita, de tal manera que la mayoría de las obligaciones del sector público (actualmente cuatro quintas partes del saldo total) provienen de *fuentes oficiales* de crédito, tales como las instituciones multilaterales, diferentes gobiernos y agencias de exportación; en conjunto éstas representan el 56% del saldo de la deuda. Las *fuentes privadas*, bancos comerciales y proveedores, ocupan un lugar secundario al participar en un 37% y un 5%, respectivamente (véanse Cuadros 2, 3 y 4).

En lo que respecta a las obligaciones del sector privado, puede decirse que prácticamente la totalidad de los acreedores son bancos comerciales y proveedores. Ello se debe al peso que tienen dentro de esta categoría las líneas comerciales y al criterio de rentabilidad y más corto plazo

CUADRO 2

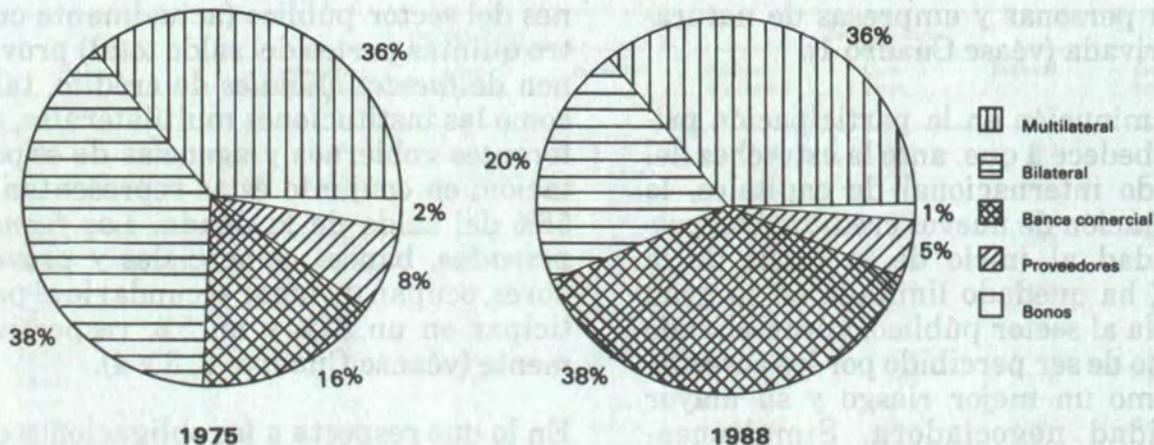
Deuda pública externa de mediano y largo plazo:  
saldos vigentes según prestamistas

(Millones de dólares)

	Organismos multilaterales				Agencias y gobiernos extranjeros	Banca comercial	Proveedores	Bonos	Total
	BIRF	BID	Otros	Subtotal					
1970 .....	354	94	19	467	667	39	125	21	1.319
1971 .....	391	120	19	530	730	67	129	16	1.472
1972 .....	453	141	21	615	792	163	141	15	1.726
1973 .....	505	174	23	702	877	232	154	57	2.022
1974 .....	562	214	23	799	914	287	166	54	2.220
1975 .....	634	233	23	890	939	399	190	52	2.470
1976 .....	672	247	25	944	943	408	216	51	2.562
1977 .....	716	279	31	1.026	940	533	232	48	2.779
1978 .....	751	323	34	1.108	992	523	228	45	2.896
1979 .....	839	355	34	1.228	1.011	965	218	34	3.456
1980 .....	990	404	33	1.427	1.059	1.446	216	31	4.179
1981 .....	1.164	471	34	1.669	1.059	2.202	209	29	5.168
1982 .....	1.347	546	60	1.953	1.177	2.671	254	23	6.078
1983 .....	1.511	654	52	2.217	1.400	3.063	258	20	6.958
1984 .....	1.818	768	47	2.633	1.529	3.467	444	17	8.090
1985 .....	2.235	1.010	43	3.288	1.963	3.608	556	17	9.432
1986 .....	2.549	1.299	39	3.887	2.357	4.865	599	46	11.754
1987 .....	2.694	1.660	36	4.390	2.529	4.716	685	105	12.425
1988 .....	2.949	1.703	32	4.684	2.594	4.828	683	104	12.893

Fuente: Deuda Externa, Investigaciones Económicas, Banco de la República.

GRAFICO 2  
Deuda pública externa  
composición de los prestamistas



Fuente: Cuadro 2

CUADRO 3

Deuda pública externa de mediano y largo plazo:  
saldos vigentes según prestatarios

(Millones de dólares)

	Gobierno nacional	Entidades descentralizadas nacionales	Departamentos y entidades descentralizadas departamentales	Municipios y entidades descentralizadas municipales	Entidades privadas con garantía pública	Banco de la República (1)	Total
1970 .....	652	266	76	191	70	64	1.319
1971 .....	732	303	81	200	74	82	1.472
1972 .....	889	333	105	223	69	107	1.726
1973 .....	1.077	376	131	260	63	115	2.022
1974 .....	1.157	449	149	283	56	126	2.220
1975 .....	1.309	484	158	331	47	141	2.470
1976 .....	1.300	530	168	377	37	150	2.562
1977 .....	1.293	662	196	409	46	173	2.779
1978 .....	1.325	706	200	417	36	212	2.896
1979 .....	1.694	870	186	413	30	263	3.456
1980 .....	2.103	933	265	520	44	314	4.179
1981 .....	2.597	1.133	243	757	96	342	5.168
1982 .....	2.872	1.419	294	1.031	99	363	6.078
1983 .....	2.944	1.938	364	1.266	86	360	6.958
1984 .....	3.284	2.618	358	1.408	74	348	8.090
1985 .....	3.608	3.150	476	1.774	66	358	9.432
1986 .....	4.126	4.612	535	1.957	58	466	11.754
1987 .....	4.164	4.754	596	2.343	50	518	12.425
1988 .....	4.520	4.896	494	2.432	42	509	12.893

(1) Recursos que contrata el Banco de la República para canalizar hacia las actividades del fomento industrial y agropecuario del sector privado, mediante el mecanismo de redescuento.

Fuente: Deuda Externa, Investigaciones Económicas, Banco de la República.

CUADRO 4

**Deuda pública externa de mediano y largo plazo:  
saldos vigentes en diciembre 31 de 1988, según prestatarios y prestamistas**

(Millones de dólares)

	Prestamistas								Total
	Organismos internacionales				Agencias y gobiernos extranjeros	Banca comercial	Provee- dores	Bonos	
	BIRF	BID	Otros	Subtotal					
Gobierno nacional .....	982	266	19	1.267	757	2.106	292	98	4.520
Entidades descentralizadas nacionales .....	905	520	13	1.438	1.120	2.092	246	0	4.896
Departamentos y entidades descentralizadas departamentales .....	19	56	0	75	326	47	45	1	494
Municipios y entidades descentralizadas municipales .....	738	734	0	1.472	371	484	100	5	2.432
Banco de la República .....	265	127	1	393	18	98	0	0	509
Entidades privadas con garantía del sector público .....	40	0	0	40	2	0	0	0	42
<b>Total deuda pública .....</b>	<b>2.949</b>	<b>1.703</b>	<b>33</b>	<b>4.685</b>	<b>2.594</b>	<b>4.827</b>	<b>683</b>	<b>104</b>	<b>12.893</b>

Fuente: Deuda Externa, Investigaciones Económicas, Banco de la República.

que impera en las operaciones financieras por este tipo de prestamistas (véase Cuadro 5). Al considerar la deuda externa en su totalidad, las fuentes oficiales y privadas de crédito resultan con una participación agregada bastante similar.

## 2. Condiciones financieras

Las condiciones vigentes para la deuda colombiana en materia de plazos, períodos de gracia e intereses son en general favorables. Tenemos, por ejemplo, que los períodos promedio de gracia y totales de amortización de los créditos contratados por el sector público durante los últimos 10 años ascienden a 4 y 13 años, respectivamente <sup>1</sup>. En cuanto a la tasa de interés, a diciembre de 1988, 55% de la deuda pública se encontraba pactada a tasas fijas de niveles bajos, con un promedio ponderado de 7.64%. El 45% restante está referido a las tasas fluctuantes

de los mercados de Londres (Libor) o de Nueva York (Prime), siendo bastante mayor el volumen de operaciones que depende de la tasa europea.

La alta participación de las tasas fijas dentro de la deuda pública externa ha permitido aislar al país, en alguna medida, de las fuertes fluctuaciones que periódicamente presenta el costo del crédito. En este sentido, los períodos de amortización y las tasas de interés de la deuda pública aparecen como ampliamente favorables para la economía, especialmente cuando se comparan con las de otros países de la región.

<sup>1</sup> Plazos ponderados por los montos originales de contratación. Se considera solamente la deuda a mediano y largo plazo en el período 1979-1988. La deuda de corto plazo representa alrededor de un 5.9% en la presente década.

CUADRO 5

## Composición deuda externa privada

(Millones de dólares)

	Deuda privada directa			Sistema financiero			Total
	Mediano plazo	Corto plazo	Subtotal	Bancos	Corporac.	Subtotal	
1970 .....	283	n.d.	283	157	17	174	457
1971 .....	344	15	359	207	31	238	597
1972 .....	392	45	437	319	28	347	784
1973 .....	365	72	437	295	30	325	762
1974 .....	302	124	426	571	41	612	1.038
1975 .....	367	110	477	575	50	625	1.102
1976 .....	404	81	485	651	48	699	1.184
1977 .....	389	135	524	467	62	529	1.053
1978 .....	363	234	597	481	86	567	1.164
1979 .....	473	312	785	948	114	1.062	1.847
1980 .....	515	390	905	1.159	214	1.373	2.278
1981 .....	866	514	1.380	1.231	263	1.494	2.874
1982 .....	1.192	621	1.813	1.327	310	1.637	3.450
1983 .....	1.278	474	1.752	1.586	258	1.844	3.596
1984 .....	1.437	439	1.876	1.495	150	1.645	3.521
1985 .....	1.576	444	2.020	1.258	137	1.395	3.415
1986 .....	1.623	523	2.146	723	136	859	3.005
1987 .....	1.572	664	2.236	724	173	897	3.133
1988 .....	1.585	657	2.242	942	189	1.131	3.373

n.d.: no disponible

Fuente: Deuda Externa, Investigaciones Económicas, Banco de la República.

Sin embargo, a pesar de seguir siendo benéficas para el país, dichas condiciones financieras han desmejorado en comparación con las que se obtenían a finales de los años setenta. El fenómeno se presentó al comienzo de la presente década, cuando el país aumentó sustancialmente su endeudamiento con la banca comercial internacional y como consecuencia se redujo la proporción de la deuda pactada a tasa fija, desde un 75% a finales de la década pasada hasta el 55% mencionado anteriormente; desde luego, este deterioro refleja también los cambios experimentados por los mercados financieros internacionales que han sido en general desfavorables para los países prestatarios.

### 3. Nivel de endeudamiento

Tal vez la principal característica de la política de financiamiento externo del país ha sido *la aproximación prudente a los mercados financieros internacionales* y la obtención de volúmenes de endeudamiento que se pueden considerar como razonables. El saldo de la deuda total, pública y privada, como porcentaje del Producto Interno Bruto (PIB) de la economía, fluctuó alrededor de un 30% a finales de la década pasada y llegó a ser equivalente a un 45% en su punto más alto en 1984. Actualmente, dicho coeficiente bordea un valor cercano al 42% (valor preliminar para 1988) y las proyecciones indican que esta tendencia levemente

declinante continuará en los próximos tres a cinco años. La reducción en este porcentaje ocurre a pesar de que la deuda externa del país haya crecido en términos nominales en los últimos años, porque, en todo caso, su tasa de crecimiento ha sido inferior a la de la economía durante el mismo período <sup>2</sup> (véase Cuadro 6).

De la misma manera, los indicadores de servicio de la deuda también han mantenido unos niveles que se pueden considerar como razonables, especialmente si se tiene en cuenta la evolución favorable que ha venido mostrando nuestro sector externo, en el frente del aumento de los ingresos de exportaciones y de la diversificación de las mismas. Por ejemplo, el

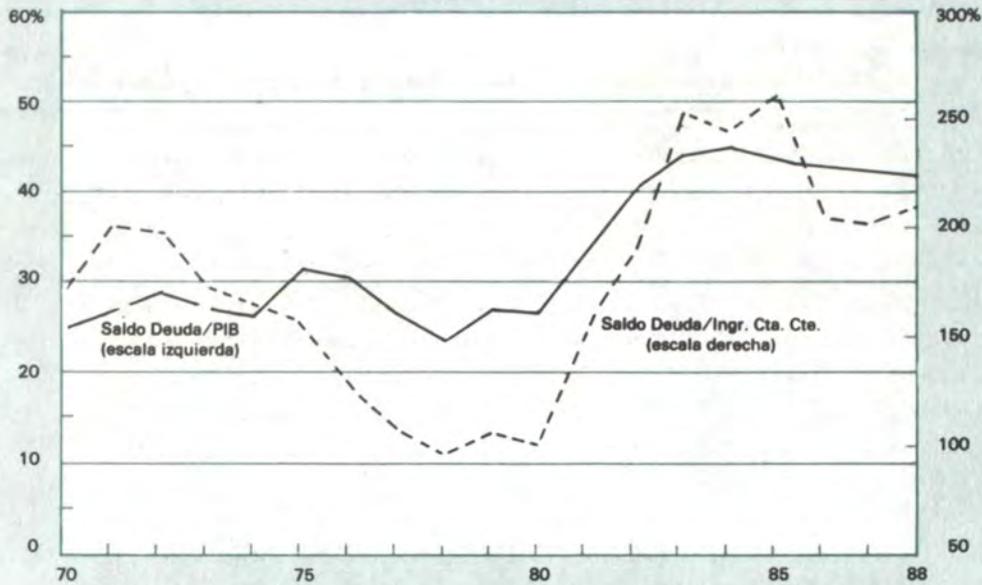
<sup>2</sup> Para propósitos comparativos basta señalar el valor de este coeficiente en otros países de la región: Chile 124%; Ecuador 107%; Venezuela 95%; Argentina 74%; México 78%. (Cifras para fin de 1987, fuente: Banco Mundial, "World Debt Tables," 1988-1989 Edition).

CUADRO 6  
Colombia: coeficientes de endeudamiento externo  
1970-1988  
(Porcentajes)

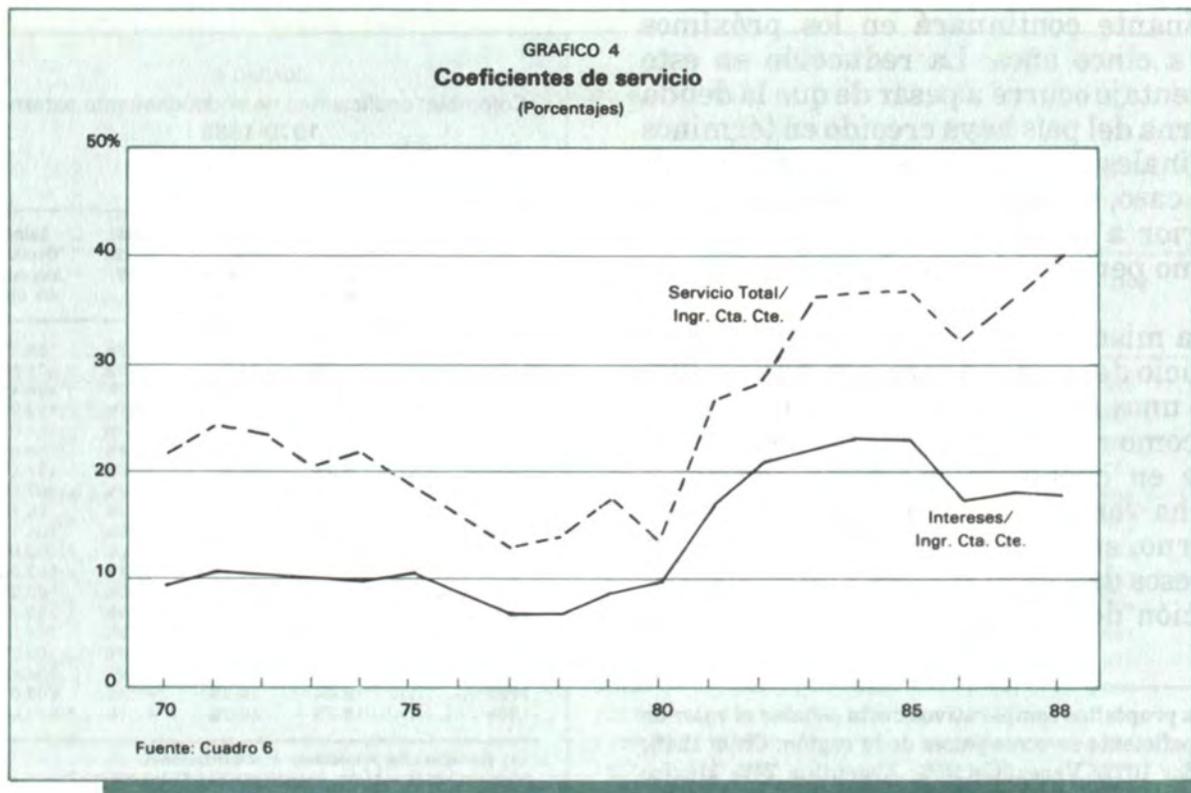
	Intereses/ ingresos cta. cte.	Servicio total/ (1) ingresos cta. cte.	Saldo Deuda/ PIB	Saldo Deuda/ ingresos cta. cte.
1970 .....	9.5%	21.8%	24.7%	168.2%
1971 .....	10.7%	24.7%	26.5%	201.5%
1972 .....	10.4%	23.7%	28.9%	198.4%
1973 .....	10.2%	20.7%	27.1%	172.2%
1974 .....	9.9%	22.1%	26.3%	164.0%
1975 .....	10.7%	19.2%	31.4%	156.5%
1976 .....	8.9%	15.8%	30.5%	127.5%
1977 .....	6.9%	13.3%	26.2%	107.5%
1978 .....	6.9%	14.2%	23.3%	95.2%
1979 .....	8.9%	17.8%	26.9%	105.1%
1980 .....	9.8%	13.8%	26.5%	100.6%
1981 .....	16.8%	26.7%	33.1%	152.6%
1982 .....	20.9%	28.6%	40.2%	187.3%
1983 .....	22.4%	36.4%	44.0%	253.7%
1984 .....	23.4%	37.2%	44.9%	244.9%
1985 .....	23.2%	37.2%	43.6%	262.0%
1986 .....	17.5%	32.3%	42.9%	204.4%
1987 .....	18.4%	36.2%	43.3%	202.0%
1988 .....	18.2%	40.3%	42.1%	210.4%

(1) Servicio total = intereses + amortizaciones.  
Fuente: Deuda externa, Investigaciones Económicas, Banco de la República.

GRAFICO 3  
Indicadores de endeudamiento externo



Fuente: Cuadro 6



**CUADRO 7**  
**Colombia: Servicio de la deuda externa 1970-1988**  
(Cifras en US\$ millones)

	Deuda pública		Deuda privada		Total servicio		Total
	Intereses	Amort.	Intereses	Amort.	Intereses	Amort.	
1970 .....	45	78	55	52	100	130	230
1971 .....	53	92	57	52	110	144	254
1972 .....	62	100	69	69	131	169	300
1973 .....	77	133	88	36	165	169	334
1974 .....	99	198	98	45	197	243	440
1975 .....	117	125	128	69	245	194	439
1976 .....	108	150	154	51	262	201	463
1977 .....	142	182	103	46	245	228	473
1978 .....	172	230	123	81	295	311	606
1979 .....	231	418	219	29	450	447	897
1980 .....	284	258	343	4	627	262	889
1981 .....	402	266	535	287	937	553	1.490
1982 .....	600	336	547	87	1.147	423	1.570
1983 .....	565	415	446	219	1.011	634	1.645
1984 .....	620	562	558	138	1.178	700	1.878
1985 .....	795	654	452	96	1.247	750	1.997
1986 .....	907	936	377	148	1.284	1.084	2.368
1987 .....	1.098	1.255	327	128	1.425	1.383	2.808
1988 .....	1.149	1.627	271	107	1.420	1.734	3.154

Fuente: Deuda Externa, Investigaciones Económicas, Banco de la República.

indicador de pago de intereses frente a los ingresos de la cuenta corriente de la balanza de pagos, que durante el período 1982-1985 tuvo un valor promedio de 24% equivale en la actualidad a menos del 20%. A su vez, el coeficiente de servicio total —intereses más amortizaciones— frente a ingresos, ha alcanzado en los últimos años valores que han fluctuado entre un 30% y un 40% con el año de 1988 como máximo (véanse Cuadros 6 y 7).

#### 4. Destino de los recursos

Un punto que es conveniente recalcar es el destino dado a los recursos que se tomaron prestados de las fuentes crediticias internacionales, especialmente durante los años de auge coincidente con el reciclaje de los petrodólares. En términos generales, el endeudamiento externo en Colombia fue utilizado para inversiones productivas y, contrario a lo que sucedió en muchos otros países, no se destinó a financiar obras superfluas, actividades privadas no generadoras de divisas, o peor aún, fugas de capital. En el caso específico del sector público, los recursos se emplearon en las inversiones en infraestructura eléctrica, de transporte y minería, parte importante de las cuales se orientaron a proyectos generadores de divisas como fue el caso del carbón y el petróleo. Por su parte, el sector privado utilizó los créditos contratados en el exterior en proyectos industriales y manufactureros, que contribuyeron a ensanchar el aparato productivo del país.

En resumen, todos estos componentes de las características de la deuda, como los plazos amplios, los intereses fijos, su aceptable nivel y el buen uso que se ha hecho de ésta, configuran lo que se podría calificar como determinantes de la calidad de la deuda. Ha sido precisamente por su moderado monto relativo, por la baja participación de la banca comercial internacional dentro de ella y, en general

por sus favorables condiciones, que el país decidió que era conveniente hacer los esfuerzos que permitieran conservar este perfil de la deuda. Si bien éste no es ideal, puesto que en algunos momentos el servicio ha exigido hasta el 40% de los ingresos por exportación de bienes y servicios, sí es manejable en esta compleja coyuntura internacional. Ello ha permitido considerar diferentes alternativas y escoger las más indicadas para la economía en el largo plazo, y no solamente recurrir a la estrategia tal vez más cómoda en términos del esfuerzo requerido de negociación.

En tales consideraciones se ha basado la política de conseguir nuevos préstamos de la banca para poder continuar sirviendo los compromisos crediticios externos, en vez de optar por el camino seguido por la mayoría de los países de suspender el pago de amortizaciones (y más recientemente de los intereses) y entrar en prolongadas y recurrentes negociaciones de reestructuración de la deuda. Dicho proceso, que además de mantenerlos por muchos años alejados del acceso al ahorro externo en perjuicio de su crecimiento futuro, les ha traído considerable inestabilidad por la incertidumbre de un estado casi permanente de transacción, en donde a la conclusión de un arreglo comienza el siguiente, casi sin solución de continuidad. De otra parte, cabe recordar que los términos que estaban logrando los países que reestructuraron sus obligaciones externas en la primera ronda de negociaciones (1982-1983) eran incluso menos favorables que aquellos que tenía el país en ese momento.

En nuestro caso, en cambio, puede verse que la orientación dada a cada una de las negociaciones efectuadas desde el cierre del mercado internacional de capitales en 1983-1984, especialmente aquellas con la banca comercial, ha sido la de perseverar en la búsqueda de nuevos créditos en el mercado para atender oportunamente las amortizaciones y mantener así las

condiciones favorables de la deuda externa vigente. El camino seguido por Colombia en el manejo de su deuda desde aquel momento ha reflejado las características con que contaba su endeudamiento externo desde el inicio de la crisis, y se ha desarrollado con sujeción a una política con claros objetivos de largo plazo, buscando mejorar el perfil de la deuda en cada negociación. En el Cuadro 9 se destaca este fenómeno; allí se observa cómo en cada uno de los sucesivos acuerdos se han reducido las comisiones y las tasas de interés, se han ampliado los plazos totales y los períodos de gracia, se han reducido y en algunos casos eliminado los condicionamientos a la política económica y se han abierto opciones tendientes a lograr reducciones en los saldos vigentes de la deuda.

Los principales resultados de esta política han sido la reducción del costo de los recursos y el mejoramiento del perfil de amortizaciones; al finalizar 1987 el sector público colombiano debía amortizar el 74% del saldo de su deuda con la banca comercial en los siguientes cuatro años, pero una vez se desembolse el nuevo crédito sindicado tal porcentaje se reduce a 45%. Este es, posiblemente, el indicador más elocuente de los logros conseguidos con la estrategia seguida.

## II. Consideraciones que antecedieron a la última negociación con la banca comercial

La negociación del crédito que acaba de culminar se inició en julio del año pasado, cuando el Gobierno Colombiano presentó a la banca comercial internacional su estrategia de financiamiento y las cuantías requeridas, consignadas en el documento "Necesidades de Financiamiento Externo"<sup>3</sup>. En dicha presentación se explicaban las políticas generales del

país en cuanto al manejo de su deuda externa, al tiempo que se cuantificaban las necesidades de recursos del sector público con dicha fuente para el bienio 1989-1990 y se mostraba la consistencia de los montos solicitados con respecto a la evolución de la balanza de pagos y las necesidades fiscales.

El tema se desarrolló alrededor de cuatro aspectos centrales: a) las perspectivas de la balanza de pagos del país, b) el nivel de las reservas internacionales netas, c) el perfil de amortizaciones de la deuda contratada con la totalidad de los acreedores externos y d) las necesidades de financiación del programa de inversión pública. Tal como se analiza a continuación, el examen de estos aspectos daba una amplia justificación a la solicitud presentada a la banca comercial por nuevos créditos.

### 1. Balanza de pagos

Las proyecciones de mediano plazo de la cuenta corriente señalaban un déficit razonable, en ningún caso superior al 1.6% del PIB<sup>4</sup>. Tal cifra, en principio, no presentaba problemas para su financiación, al requerir tan solo moderados flujos netos de crédito externo e inversión extranjera, con el fin de preservar el nivel deseado de reservas internacionales.

### 2. Reservas internacionales

El objetivo de las autoridades económicas en materia de reservas internacionales netas era el de mantener su nivel en el monto equivalente a aproximadamente 10 meses de importaciones de bienes ó 6 de importaciones de bienes y servicios, alrededor de US\$ 3.500 millones. Dicha suma se consideró necesaria no sólo para

<sup>3</sup> "Republic of Colombia, External Financial Needs 1989-1990", julio de 1988. Bogotá, Colombia.

<sup>4</sup> US\$ 609 millones en 1988, US\$ 693 millones en 1989 y US\$ 555 millones en 1990.

garantizar la autonomía de la política económica del país, en el sentido de mantener un flujo adecuado de importación de materias primas, sino también para acceder en el futuro a nuevo endeudamiento externo en las cuantías y con la oportunidad requeridas.

La banca crediticia ha considerado estas cuantías de reservas como algo holgadas. Sin embargo, si se tiene en cuenta la volatilidad de los precios de algunos de los productos principales de las exportaciones colombianas, resultan adecuadas para un manejo prudente de esta variable. La política de mantener el nivel de reservas logrado después de la bonanza cafetera de 1986, le ha otorgado un alto nivel de confianza al manejo cambiario de la economía.

### 3. Perfil de amortizaciones

El perfil de amortizaciones de la deuda pública con la banca comercial (véase Cuadro 8) mostraba una marcada con-

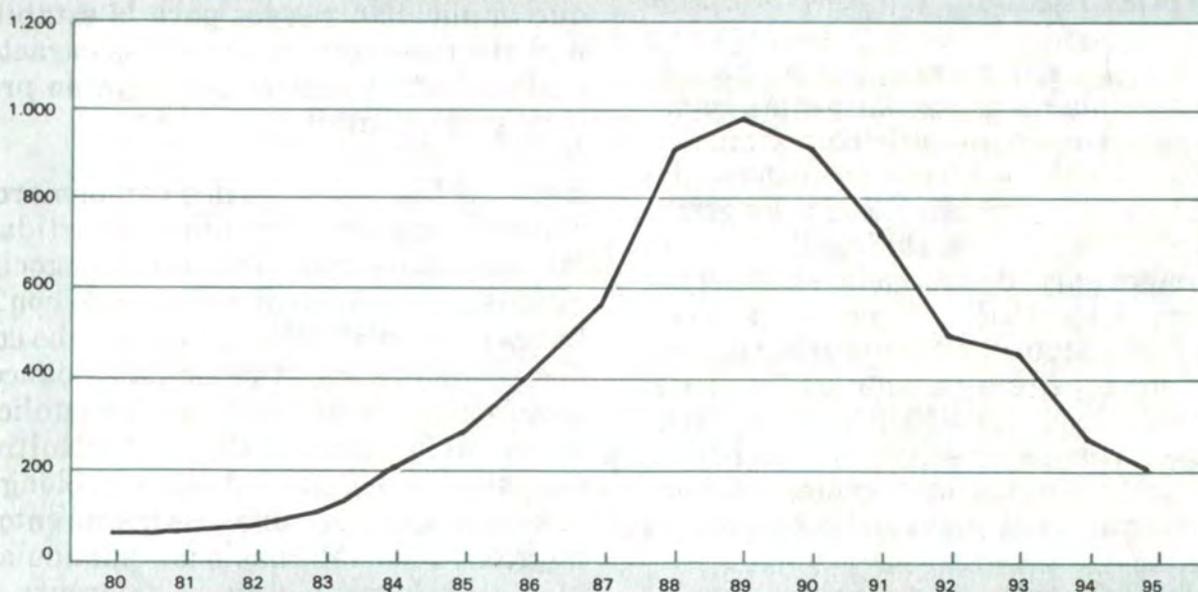
CUADRO 8  
Amortizaciones de la deuda pública externa  
contratada y desembolsada hasta diciembre de 1988

(Cifras en US\$ millones)

	Banca comercial	Otras fuentes	Total
1980 .....	64	194	258
1981 .....	65	201	266
1982 .....	78	258	336
1983 .....	110	305	415
1984 .....	206	356	562
1985 .....	284	370	654
1986 .....	416	520	936
1987 .....	566	689	1.255
1988 .....	910	707	1.627
.....			
1989 .....	980	904	1.884
1990 .....	907	992	1.899
1991 .....	726	1.039	1.765
1992 .....	492	1.023	1.515
1993 .....	456	1.021	1.477
1994 .....	271	965	1.237
1995 .....	196	859	1.056

Fuente: Deuda Externa, Investigaciones Económicas, Banco de la República

Gráfico 5  
Perfil de amortizaciones de la deuda pública  
externa con la Banca Comercial Internacional



Deuda contratada y desembolsada hasta 1988  
Cifras en US\$ millones.

Fuente: Cuadro 8

centración desde 1989 hasta 1991, imposible de atender si no se contaba con nuevos préstamos, a no ser a costa de las reservas internacionales. El objetivo central del Gobierno consistía entonces en refinanciar la deuda con los bancos, propósito que también se había conseguido en las dos sindicaciones anteriores. Según lo explicó el gobierno en su momento, los desembolsos de los dos créditos anteriores condujeron a un moderado incremento en la exposición de la banca comercial con el sector público pues los nuevos préstamos excedieron el valor de las amortizaciones. Repetir dicho resultado durante el bienio 1989-1990 no era viable, de una parte, por el monto involucrado: US\$ 1.850 millones frente a dos operaciones de US\$ 1.000 millones cada una en los años anteriores, y de otra, porque los datos finales en materia de balanza de pagos fueron mejores que lo anticipado, haciendo difícil justificar cuantías superiores de financiamiento. Por esta última razón, en el acuerdo final se aceptó reducir la suma inicialmente solicitada.

#### 4. Política fiscal

Los programas de inversión pública hacían necesaria una reorientación frente a los de años anteriores para darle cumplimiento a la política del gobierno en materia de gasto social. Una vez finalizados los grandes proyectos mineros e hidroeléctricos de la primera parte de la década, el Gobierno Nacional Central debería convertirse en el principal ejecutor de la inversión pública dentro de la estrategia del Plan Nacional de Rehabilitación (PNR). Ello lo señalaba como el principal prestatario en la nueva sindicación que las autoridades estaban comenzando a negociar con los bancos.

Pero no solamente se necesitaba que el sector central de la administración pública se convirtiera en el principal receptor de los nuevos recursos, sino que, además, se requería que varias entidades estatales

repagaran en forma neta sus obligaciones externas para que la redistribución del gasto fuera posible. Ello constituyó una razón adicional para que las autoridades descartaran cualquier opción de reestructurar la deuda con la banca comercial internacional, porque de esa manera no se conseguía modificar las características vigentes de los préstamos, pues únicamente cambiaba lo referente a plazos y tasas de interés. Los objetivos se lograban si se obtenían recursos nuevos con los cuales fuera posible atender la deuda en los próximos dos años, período en que, como se indicó, se presentaba una acumulación de amortizaciones y al mismo tiempo se podía reasignar recursos públicos.

Por el contrario, bajo el escenario de una reprogramación, la transferencia de recursos de aquellas entidades domésticas que debían reducir su endeudamiento externo en términos netos, en favor de aquellas encargadas de adelantar los nuevos planes de inversión, resultaba enormemente compleja, si no imposible en la práctica. Las dificultades para movilizar domésticamente dichos fondos eran tan fuertes que implicaban riesgos para la estabilidad macroeconómica, dadas las características institucionales del régimen presupuestal colombiano.

Estos hechos fueron los que conformaron el marco que sirvió de punto de partida a las autoridades para orientar la negociación de un nuevo crédito sindicado con la banca comercial. Esta se llevó a cabo con el concurso de los 14 principales bancos comerciales acreedores del sector público, los cuales formaron el Comité Consultivo del país. Después de difíciles y prolongadas discusiones, perturbadas por un entorno económico internacional particularmente desfavorable en lo referente al tema de la deuda, el último día de 1988 se logró un acuerdo sobre los montos y condiciones financieras de la nueva operación de crédito integrado.

### III. Características del crédito integrado 1989-1990 con la banca comercial

El crédito acordado con la banca internacional se compone de dos instrumentos financieros diferentes: un primer tramo correspondiente a un crédito integrado por cuantía de US\$ 1.460 millones y un segun-

do componente a través de la colocación de bonos emitidos por el Gobierno Nacional Central por un monto de US\$ 185 millones. En ambos casos el Chemical Bank de Nueva York actúa como agente; esta entidad cuenta con una larga tradición en el manejo exitoso de este tipo de operaciones para el país. El Cuadro 9 resume las condiciones financieras básicas de los dos componentes.

CUADRO 9

Cuadro comparativo de las tres últimas sindicaciones del sector público con la banca comercial

Crédito	Jumbo 1985-1986	Concorde 1987-1988	Operación 1989-1990	
			Préstamo integ.	Bonos
Número de bancos participantes	260	114	112	27
Cuantía (US\$ millones)	1.000	1.000	1.460	185
<b>Tasas de Interés:</b>	<b>4 primeros años</b>	<b>Luego</b>		
<b>Márgenes:</b>				
Opción Libor (6 meses)	1 1/2%	1 3/8%	15/16%	7/8%
Opción Prime	1 1/8%	1	3/8%	No existe
<b>Plazos:</b>				
Gracia	3 1/2 años *	5 años	6 años	5 años
Total	9 años	10 años	12 años	8 años
<b>Comisiones:</b>				
Compromiso	1/2%	1/2%	1/2%	1/2%
Préstamo	1/2%	1/2%	3/8%	Sí **
Desembolso	1/4%	1/8%	1/8%	
Participación temprana	No	No	1/4%	
Manejo				1% Flat
<b>Monedas desembolsadas</b>	8 monedas	10 monedas	8 monedas	Dólares norteam.
<b>Limitaciones:</b>				
Futuras participaciones	Incluida	Incluida	Incluida	Excluida
Posibilidad de participar	Sindicación abierta	Sindicación abierta	Sindicación abierta	Requiere participar en el prést. integrado
<b>Condicionalidad:</b>				
Monitoría FMI	Sí	No	No	No
Informe Art. IV FMI	Sí	Sí	Sí	Sí
Informes Banco Mundial	Sí	No	Desembolsos y nuevas contrataciones	

\* Sin embargo tiene unos "token payments" a partir del 2 1/2 año.

\*\* Por definir.

## 1. Crédito integrado

El principal instrumento se denominó "crédito integrado" ("Integrated Loan Facility"), a través del cual se obtuvieron US\$ 1.460 millones con 112 de los 200 bancos que figuraban como acreedores al comienzo de la negociación. En esta operación debían participar todos aquellos bancos que fueran a recibir amortizaciones del sector público durante cualquiera de los dos años en los cuales se desembolsaría el préstamo (1989 y 1990), por una suma equivalente al 95% de dichas amortizaciones.

La tasa de interés pactada para este componente del crédito es de  $7/8$  sobre la tasa de oferta interbancaria de Londres en operaciones a seis meses (LIBOR), inferior en  $1/16$  a la del crédito sindicado anterior. Su repago comprende un período de gracia de cinco años y medio, y un plazo total de amortización de doce años. Los prestatarios son el Gobierno Nacional (US\$ 860 millones), la FEN (US\$ 400 millones), ECOPETROL (US\$ 100 millones) y CARBOCOL (US\$ 100 millones). Tal como se anotó atrás, las condiciones logradas en la sindicación en curso superan aquellas de las dos operaciones anteriores. Tanto el margen sobre la tasa LIBOR, como el período de gracia y el plazo total son más favorables para el país, lo cual destaca el efecto positivo de los esfuerzos por mantenerse al día en el pago de la deuda y preservar el acceso al mercado.

El Gobierno Nacional Central destinará la mayoría de los recursos del crédito para financiar la inversión pública y especialmente el Plan Nacional de Rehabilitación (PNR). Dado el carácter social del gasto contemplado en dicho Plan, en áreas tan diversas como salud, educación, vías de comunicación y obras públicas, etc., su ejecución estará a cargo del gobierno. De otra parte, los recursos que la FEN obtiene en la sindicación

en curso se destinarán a financiar parte del programa de ajuste del sector eléctrico. La participación de ECOPETROL y CARBOCOL tiene por objeto financiar la conclusión de diferentes planes de inversión en sus respectivos campos.

## 2. Colocación de bonos

El segundo componente de la operación consiste en la colocación de bonos de deuda en condiciones financieras claramente de mercado. Estos títulos devengarán un interés equivalente a la tasa LIBOR adicionada en  $1\ 1/2$  puntos porcentuales, mientras que se amortizarán en 8 años, con un período de gracia de 5 años.

Como requisito previo para poder suscribir cualquier cuantía de estos bonos emitidos por el gobierno, cada banco debía participar primero en el "crédito integrado" de acuerdo al monto previsto por la fórmula de participación (95% de su recuperación de cartera en el bienio 1989-1990). En caso de no tener amortizaciones durante el bienio, el banco podía suscribir libremente bonos.

La colocación de los bonos sirvió para compensar, desde el punto de vista de una refinanciación global de la deuda pública externa con la banca comercial, el retiro de los bancos que decidieran no participar, permitiendo el incremento de la exposición de aquellos que quisieran aumentar su riesgo crediticio en Colombia.

Los bancos que suscriben los bonos tienen una percepción clara sobre la favorable situación económica del país, y para ellos éstos presentan varios atractivos; el primero y más evidente son sus condiciones financieras, competitivas con las de otras opciones existentes en el mercado. En segundo lugar, se trata de un instrumento financiero de gran liquidez, fácilmente transferible a cualquier tipo de inversionista, incluidos los institucionales. El buen mercado secundario que

posee esta clase de bonos ha contribuido a que, desde que se inició la crisis de la deuda, hayan sido excluidos de reestructuraciones o de bases de sindicación para aportes de recursos.

Los bonos, a pesar de sus mayores costos, tienen algunas ventajas para el país. La principal, quizás, es que al constituir un mecanismo puramente voluntario (al contrario del crédito integrado que tiene ingredientes de obligatoriedad) va abriendo las puertas de papeles colombianos en el mercado internacional de capitales. Sin lugar a dudas, se trata de un instrumento financiero que tendrá una gran importancia durante la próxima década en lo que respecta a la captación de recursos privados. La segunda, ya anotada, porque sirven para hacer viable la estrategia de refinanciación pues permiten que la actitud de los bancos "oportunistas" que no participan en el crédito integrado no se convierta en obstáculo definitivo a la consecución de los montos indispensables para el pago de las amortizaciones. Los bancos del Comité y los que adquieran los bonos entienden bien este aspecto.

### 3. Sindicación

Una vez logrado el acuerdo con el Comité Consultivo de 14 bancos sobre los montos y las características generales de los dos nuevos instrumentos financieros a finales del año pasado, se inició la sindicación del crédito integrado y la suscripción de los bonos. Para este efecto, en el pasado mes de enero el gobierno preparó un nuevo documento que presentaba información detallada sobre los prestatarios y el uso específico que se le daría a los recursos, así como una serie actualizada de proyecciones macroeconómicas de la economía colombiana para los próximos años <sup>5</sup>.

Con el propósito de darle orden al proceso de sindicación y de común acuerdo con el

Comité Consultivo, las autoridades optaron por aplazar el pago de las amortizaciones de las entidades públicas con la banca comercial correspondientes al primer trimestre de 1988 <sup>6</sup>. Así, frente a la perspectiva de lo que podría ser la respuesta del mercado al crédito propuesto por el país, se evitaba una reducción cuantiosa de las reservas a comienzos del año, que podía interpretarse negativamente para los fines de la sindicación, aunque ella fuera transitoria. Además, se ejercía cierta presión sobre los bancos reacios a colaborar ("oportunistas"). La operación inmediatamente anterior, había sido difícil de perfeccionar, precisamente por el cambio de actitud de un número considerable de bancos renuentes a participar en este tipo de créditos, los que hemos llamado "oportunistas". En esta forma se consiguió realizar una sindicación efectiva y ordenada y más segura para la estabilidad cambiaria del país <sup>7</sup>.

Se estima que en el crédito integrado participarán unos 112 bancos, ascendiendo la suma de los compromisos a US\$ 1.460 millones. En cuanto a los bonos se colocaron por valor de US\$ 185 millones entre un conjunto de 27 bancos, que incluye la totalidad de los miembros del Comité Consultivo. A pesar de la reduc-

<sup>5</sup> "Republic of Colombia. US\$ 1.700 million, 1989-1990 Financing Facility. Economic Information Memorandum and Financing Plan". Bogotá, Colombia. Enero de 1989.

<sup>6</sup> Con el fin de facilitar el manejo interno de dicho aplazamiento, los prestatarios que tuvieran pagos de capital durante el trimestre debían invertir el valor de los pagos en títulos canjeables por certificados de cambio en el Banco de la República (Resolución 89 de 1988 de la Junta Monetaria).

<sup>7</sup> Para conseguir una rápida respuesta de los bancos acerca de su participación se ofreció una comisión de 1/4 de punto porcentual sobre el valor del aporte, para aquellas entidades que confirmaran antes del 24 de febrero pasado ("early participation fee").

ción del monto en US\$ 55 millones frente al valor global originalmente acordado con el Comité por US\$ 1.700 millones, la suma obtenida es perfectamente adecuada para financiar, conjuntamente con otras fuentes de crédito externo, la inversión pública durante el período y el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, para alcanzar el nivel proyectado de reservas internacionales.

De acuerdo con las condiciones pactadas originalmente, los primeros desembolsos están previstos para el tercer trimestre del año, cuando los prestatarios deben recibir el producto del 48% del crédito integrado (US\$ 700 millones), y la totalidad de los bonos colocados (US\$ 185 millones). El año entrante se obtendrá el remanente del crédito sindicado, US\$ 760 millones. En esta forma, el ingreso del préstamo queda bien distribuido en el tiempo y contribuye de manera significativa a que el manejo cambiario y monetario sea ordenado.

Finalmente, en el éxito de la sindicación influyó el rol desempeñado por el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, el Federal Reserve Bank y el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos, así como las autoridades económicas de los países industrializados. Todas estas instituciones estuvieron de acuerdo con la estrategia de financiamiento y con el programa propuesto por Colombia, ofreciendo un apoyo decidido a lo largo del trámite de la negociación. En lo que respecta a las entidades multilaterales (Fondo Monetario y Banco Mundial), éstas se pronunciaron favorablemente sobre las perspectivas de la economía colombiana, según quedó registrado en las comunicaciones enviadas a la comunidad financiera internacional.

#### 4. Significado de la operación

Desde que se inició la crisis de la deuda, uno de los propósitos fundamentales de la

política del gobierno en materia de endeudamiento ha sido el de mantener flujos estables de ahorro externo para evitar que el país se convierta en un exportador neto de capitales vis-á-vis la banca comercial internacional. Este objetivo se ha cumplido satisfactoriamente, al lograr el refinanciamiento de las obligaciones con dicha fuente a través de tres grandes sindicaciones bianuales.

La favorable culminación de la operación crediticia por US\$ 1.645 millones con la banca comercial internacional tiene importantes implicaciones para nuestra economía. Representa, en primer lugar, la posibilidad de atender adecuadamente las necesidades de balanza de pagos y fiscales durante 1989 y 1990. Con el producto del próximo desembolso, el sector público podrá continuar adelantando oportunamente sus diferentes programas de inversión, especialmente en lo que atañe al Plan Nacional de Rehabilitación (PNR) y al plan de ajuste del sector eléctrico.

En segundo término, la política de refinanciación de la deuda ha permitido una mejora en la capacidad de pago de la economía <sup>8</sup>. El país ha podido aumentar el saldo de sus reservas internacionales desde un nivel de US\$ 1.800 millones en 1984, a uno cercano a los US\$ 3.800 millones a finales de 1988, lo que significa contar con una capacidad suficiente para atender un volumen amplio de importaciones, pues tal cifra equivale a cerca de 10 meses de compras de bienes externos.

En tercer lugar, el valor relativo de la deuda externa total frente al PIB (o tamaño de la economía) se ha reducido de un 45% en 1984 a aproximadamente un 42% en la actualidad. Debe anotarse que, por tener el país obligaciones en monedas diferentes al dólar, dicha reducción ha

<sup>8</sup> Dicha política terminará cuando se acuerde el programa de endeudamiento externo 1991-1992.

resultado ser inferior a la que se habría conseguido de no haberse presentado la devaluación de la divisa norteamericana frente a otras monedas "duras".

Como cuarto punto, cabe señalar que los coeficientes de servicio de la deuda experimentaron una mejora sustancial. Los intereses pagados sobre la deuda externa como proporción de los ingresos corrientes del país, después de haber alcanzado niveles cercanos al 25% en 1985 se han reducido al 18-19% actual. Obviamente, dicha disminución ha sido posible gracias al esfuerzo de diversificación y crecimiento de las exportaciones logrado durante los últimos años.

Por último, ha sido posible mejorar el perfil de amortizaciones con la banca comercial, uno de los puntos básicos de la estrategia de negociación del país. Para ello, se ha buscado extender los períodos de gracia y totales de amortización en las sucesivas sindicaciones. Al finalizar 1987, el sector público nacional debía amortizar en los siguientes 4 años el 74% del saldo de su deuda con la banca comercial, aproximadamente US\$ 4.700 millones. Una vez se desembolse totalmente en 1990 el crédito en curso, en un lapso igual, se deberá pagar apenas el 45% del saldo proyectado en ese momento. Con sólo mantener cierta prudencia en las nuevas contrataciones de deuda, el país llegará a amortizar las mismas tres cuartas partes de sus obligaciones externas con esta fuente en unos 8 ó 9 años, o sea, el doble de lo que mostraba el patrón de pagos en 1987.

De esa manera, las autoridades han logrado solucionar el principal problema de manejo de la deuda externa: la concentración de amortizaciones con la banca comercial. Al mismo tiempo, a lo largo de prácticamente cinco años de negociaciones, se han preservado y, en algunos aspectos, mejorado las características que tenía la deuda externa colombiana a co-

mienzos de la década. Sin duda, ello no habría ocurrido en igual forma de haberse optado por la fórmula de la reestructuración.

## IV. Perspectivas en materia de endeudamiento externo

### 1. Consideraciones generales

En las páginas anteriores hemos examinado en detalle la política general de endeudamiento externo que ha mantenido el país en los últimos años y la estrategia que ha seguido para cumplir tales propósitos. La favorable situación del sector externo ha permitido conservar un nivel de reservas adecuado, y con ello, un flujo normal de importaciones de bienes y el pago oportuno de los servicios y de las amortizaciones de deuda. Sin embargo, el problema global de la deuda sigue siendo tema prioritario en el ámbito mundial y por lo tanto materia de permanentes análisis y de propuestas dirigidas a encontrar soluciones más completas. Resulta entonces interesante analizar la conveniencia y posibilidad que tiene el país de incorporarse a los esquemas globales que, para su tratamiento, se vienen analizando en los foros internacionales.

A mediados de 1985, los programas para conjurar la crisis internacional de la deuda externa, surgida tres años atrás, había llegado a un punto "muerto". La mayoría de los países altamente endeudados de América Latina habían cumplido con su cometido de mejorar sustancialmente el desempeño de su cuenta externa de bienes, pero ese gran esfuerzo exportador no había logrado restablecer el flujo de créditos frescos y voluntarios para la región.

El llamado "Plan Baker" surgió en octubre de 1985, como una forma de proporcionarle un segundo aliento a la agotada estrategia sobre la deuda externa internacional. Este buscaba superar dicho agotamiento con la implantación de refor-

mas estructurales en las economías deudoras capaces de proporcionar mayores tasas de crecimiento, para lo cual se dispondría de fondos adicionales en cuantías importantes. Sin embargo, su aplicación fue poco efectiva y los resultados muy limitados.

## 2. La iniciativa Brady

En marzo del presente año, el Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, señor Nicholas Brady, en una conferencia sobre la deuda del Tercer Mundo expuso una serie de lineamientos generales sobre el tratamiento que debería seguirse para aliviar la fuerte carga de la deuda y, en especial, para propiciar la reducción de su saldo y la cuantía de su servicio. Comenzó así un arduo trabajo de precisión y desarrollo de la Iniciativa, al cual han contribuido distintas entidades multilaterales con el propósito de darle forma y hacerla operativa.

Como lo mencionaba el Secretario del Tesoro en ese momento, si bien "la estrategia actual es aún válida, creemos que ha llegado el momento para que todos los miembros de la comunidad internacional consideren nuevas formas en que puedan contribuir al esfuerzo común"<sup>9</sup>. Por ello, podría decirse que el nuevo esquema se inscribe en los lineamientos de política del Plan Baker.

Uno de los elementos esenciales dentro de la iniciativa Brady y al cual en la práctica se le ha dado la mayor importancia, es el de la reducción de la deuda y su servicio. Como lo afirmaba el propio Secretario recientemente en la cumbre de Madrid: "hemos sido claros en el punto fundamental: reducir la carga de la deuda de los países endeudados es esencial para la extinción final de este problema. Es una verdad sencilla que el remedio para una deuda excesiva no es el adicionar más deuda"<sup>10</sup>. Es en este campo donde han venido trabajando los organismos multilaterales.

El FMI y el Banco Mundial especialmente, han sido llamados a desempeñar un papel esencial en programas de reducción de la deuda; para ello deben canalizar nuevo financiamiento de distintas fuentes, incluso de la banca comercial, y suministrar recursos propios para dichos programas, pero siempre y cuando los países operen bajo un marco determinado de políticas económicas. A este respecto, se menciona la urgencia de efectuar reformas internas con énfasis en la armonía de la política macroeconómica, en los flujos de inversión y en la repatriación de capitales. Se supone además, que la banca comercial seguirá teniendo un papel fundamental en la provisión de recursos.

Los directorios respectivos de estas dos instituciones han dado una considerable atención al tema de la deuda para definir las bases que determinen el papel que deben desempeñar en los programas de reducción de la deuda y su servicio<sup>11</sup>. Para estos propósitos han comenzado por establecer unos lineamientos de índole general que orienten a los gobiernos para gestionar créditos encaminados a reducir el monto de la deuda. Dentro de los aspectos definidos por estas instituciones y que constituyen el mecanismo central de aplicación de la iniciativa Brady, se pueden señalar los puntos que a continuación se resumen.

<sup>9</sup> Comentarios con motivo de la Conferencia sobre deuda del Tercer Mundo, organizada por el Instituto Brookings y el Comité de Bretton Woods. Marzo 10 de 1989.

<sup>10</sup> Comentarios del Secretario del Tesoro ante la Conferencia Monetaria Internacional. Madrid, España, junio 9 de 1989.

<sup>11</sup> Se reconoce, sin embargo, que se está en una fase experimental y por lo tanto será necesario mantener en constante escrutinio las nuevas circunstancias que se vayan presentando; y se señala que si bien tendrán un papel central en todo el proceso de reducción de la deuda, no interferirán en las negociaciones entre deudores y prestamistas.

En primer término, se considera que todas las partes involucradas en la estrategia de la deuda deben continuar desempeñando sus funciones respectivas; en particular, ha de considerarse que los prestamistas oficiales no son un sustituto de los prestamistas privados. La participación del Fondo y del Banco debe estar ligada a programas de mediano plazo que incorporen las reformas requeridas, dentro de un contexto de acuerdos de crédito contingente ("stand-by") o de convenios ampliados ("extended credit facility") en el caso del FMI, y de "programas de ajuste estructural" cuando se trata del Banco Mundial.

En cuanto a las operaciones de crédito para subsanar dificultades de deuda, éstas se harán con base en análisis de caso por caso, tal como lo han propuesto otras personas y entidades; para ello se deben tener en cuenta tres elementos principales: fortalecimiento de políticas económicas; operaciones voluntarias y dentro del mercado; y garantía de un uso eficiente de los recursos escasos.

*Sólo una porción del acceso que tenga un país miembro bajo acuerdo contingente o ampliado, en el caso del Fondo, o programa de ajuste estructural según el Banco, podrá destinarse para operaciones de reducción de deuda; el porcentaje se determinará examinando cada caso en forma individual, pero en general podría pensarse en una cifra alrededor del 25% del crédito que se otorgue, monto que podrá ser utilizado en transacciones que signifiquen descenso de la deuda. En lo que se refiere al Banco Mundial, se han contemplado montos adicionales hasta por un 15% para atender tanto reducciones de la deuda como pagos de intereses, cuando se demuestre su imperiosa necesidad. Estos casos serán, sin embargo, la excepción y no la regla.*

En cuanto al FMI, éste podrá aprobar solicitudes hasta del 40% de la cuota <sup>12</sup>, cuando ello signifique obtener recursos

adicionales o se faciliten operaciones a bajo costo; siempre se harán estas consideraciones analizando cada caso. El acceso a esta alternativa será independiente de aquellas ya enunciadas.

El Banco Mundial, por su parte, ha establecido también los parámetros básicos para clasificar los países que accedan a la iniciativa Brady en la siguiente forma: i) que haya un programa de ajuste estructural de mediano plazo con el BIRF o uno de ajuste con el FMI; ii) demostrar que la reducción de la deuda es esencial para alcanzar los objetivos económicos de mediano plazo; iii) proporcionar un plan financiero sólido, incluyendo la magnitud de la reducción en el saldo de la deuda, y iv) indicar la forma en que los recursos destinados a la reducción de la deuda habrán de significar una contribución sustancial al crecimiento real del país deudor.

Lo anterior implica que los organismos multilaterales prestarán a los países deudores, en forma directa y en términos financieros "normales", recursos que les permitirán recomprar su deuda comercial. Dado que dicha deuda se cotiza actualmente con un descuento en el mercado internacional, este mecanismo permitirá que los países altamente endeudados "capturen" por este medio dicho descuento y de esta manera reduzcan el saldo. En términos de la carga de la deuda, esto implicará un alivio financiero al reducirse el acervo de la deuda sobre el cual se deben pagar los intereses a la banca comercial.

La forma en que podrá lograrse el descuento sobre la deuda es variada, pero siempre basada en mecanismos de mercado, incluyendo: recompra en efectivo, intercambios de deuda por acciones, bonos financieros, bonos ecológicos, "exit-bonds", etc. La selección de las técnicas específicas a seguir dependerá de las necesidades

<sup>12</sup> La cuota de Colombia asciende actualmente a 394.2 millones de DEG.

financieras que tenga el país deudor, así como de las preferencias de portafolio de los bancos prestamistas. Lo esencial es que las operaciones impliquen un descuento considerable y lleven a una reducción efectiva de la deuda. La duración del programa se ha estimado inicialmente en tres años y la Iniciativa, como un todo, será evaluada al cabo de seis meses para realizar los ajustes del caso.

La orientación general buscará entonces que los recursos para reducir la deuda sólo estén disponibles luego de acordado un programa general de ajuste macroeconómico y del sector externo. En la aprobación del programa desempeñará un papel fundamental la cooperación y entendimiento que se alcance entre el FMI y el Banco, pero sin necesidad de que se comprometa la independencia de ambas agencias. Para ello resulta importante que las dos instituciones trabajen en forma estrecha para que se logre un descuento efectivo en el monto de la deuda.

Las dos entidades establecen claramente que se debe continuar el apoyo a aquellos países que han mantenido su acceso al mercado; tanto el Fondo como los prestamistas en general deberán velar para que tales países, como Colombia, no resulten afectados por eventos cambiantes; este es un aspecto considerado de gran importancia y sobre el cual se deberá mantener una vigilancia constante.

## V. Algunas consideraciones respecto al caso colombiano

Debido, quizá, a la forma un tanto general e imprecisa como fue presentada, la iniciativa Brady, ésta dio lugar a múltiples especulaciones sobre su real significado y efecto. Transcurridos algunos meses desde su divulgación, se cuenta con más elementos para analizar el verdadero alcance de la propuesta, aunque seguramente por tratarse de un tema aún en proceso de

definición, muchos aspectos relativos a su aplicación habrán de determinarse sobre la marcha siguiendo la metodología del caso por caso. Además, los pronunciamientos recientes de los directorios del Banco Mundial y del Fondo Monetario, a que hemos hecho referencia, permiten obtener algunas conclusiones al respecto, aunque debe reconocerse la naturaleza preliminar de las mismas.

### 1. Campo de acción

Algunos cálculos optimistas (o más bien simplistas) acerca de las implicaciones cuantitativas del Plan Brady para Colombia llegaron a estimar en sumas considerables la eventual reducción de la deuda colombiana como resultado de los nuevos planteamientos<sup>13</sup>.

La iniciativa Brady, en lo que hace a reducción de deuda, se enfoca exclusivamente hacia los créditos de mediano y largo plazo otorgados por los bancos comerciales internacionales. Desde que se inició la crisis de la deuda, aquella con la banca multilateral (FMI, Banco Mundial, Banco Interamericano) ha recibido un tratamiento preferencial, reconocido en forma más o menos general por la comunidad internacional. Ninguno de estos organismos ha aceptado siquiera, re-financiar deuda, para no hablar de reestructurarla ni mucho menos de venderla a descuento. Asimismo, los créditos con las agencias oficiales internacionales no son objeto de la iniciativa Brady. Tampoco lo son las financiaciones de la banca para el comercio internacional, al reconocerse el

<sup>13</sup> Se habló de cerca de US\$ 6.000 millones, cifra a la cual se llegaba tomando el monto total de la deuda, alrededor de US\$ 16.500 millones y aplicándole un descuento de mercado de 35%:  $16.5 \times 0.35 = 5.8$ . Este tipo de cálculos está enormemente alejado de cualquier realidad razonable, por que si se han de lograr reducciones en la deuda, éstas se harán con base en aquella de mediano y largo plazo con la banca comercial y no en relación con el monto total de la misma.

peligro que el actuar sobre esta fuente acarrearía a los flujos normales de comercio. En consecuencia, y teniendo en cuenta las limitaciones ya mencionadas, la base sobre la cual recaerían en principio los nuevos planteamientos, asciende para Colombia, a lo sumo, a unos US\$ 4.500 millones o quizás menos, dado el carácter particular de parte de ese saldo (bonos libremente transferibles, sobre los cuales resulta en la práctica casi imposible negociar voluntariamente).

## 2. Algunos criterios básicos

Los pronunciamientos tanto del Fondo Monetario como del Banco Mundial son claros en señalar que la *necesidad* será criterio fundamental de elegibilidad para la obtención de recursos destinados a reducir la deuda. Esta se refiere, esencialmente, a la capacidad de pago a que dé lugar la situación del sector externo y a la financiación de la balanza de pagos. La realidad es que, bajo esta condición, la situación colombiana se considera como menos apremiante que la de muchos otros países. El problema de la deuda de Colombia, aunque importante para el país, no reviste las características críticas que tiene la de otras naciones<sup>14</sup>; ello por las razones antes comentadas respecto al manejo prudente en materia de contratación y uso de los recursos; pero sobre todo, por la adecuada orientación que ha recibido la política económica.

Naturalmente surge la pregunta de si el manejo ordenado de las finanzas y la economía dan lugar a tratamientos discriminatorios desfavorables. El tema ha sido debatido extensamente tanto en el FMI como en el Banco Mundial. De allí que en los pronunciamientos de estas entidades se hubieran contemplado explícitamente el caso, y se haya recomendado que se "aseguraría el apoyo sostenido a países que han sido exitosos en mantener acceso a los mercados". Asimismo se previó que se requerirá "observar con atención la situa-

ción de estos países para asegurar que ellos no se verán perjudicados por las circunstancias cambiantes, y que el apoyo apropiado continuará disponible"<sup>15</sup>. Este tipo de apoyo resulta fundamental para un país como Colombia que, habiendo manejado adecuadamente su deuda, continúa enfrentando limitaciones para su acceso a los mercados financieros internacionales. En consecuencia el país deberá asegurarse de que, en efecto, el apoyo de los organismos como el Banco y el Fondo se intensificará, dentro de los parámetros más adecuados para el caso específico de la economía colombiana, y como resultado de las políticas de estos organismos con relación a la iniciativa Brady.

Pero la necesidad de reducir la deuda no es el único criterio de elegibilidad para optar por los beneficios de esta política. Los organismos financieros multilaterales y el Secretario del Tesoro de Estados Unidos han sido enfáticos al aseverar que, para acogerse a la iniciativa Brady, los países deberán comprometerse, frente al Fondo y al Banco, a readecuar significativamente sus políticas económicas efectuando reformas estructurales. Ello implicará un alto grado de *condicionalidad* por parte de los organismos multilaterales y consecuentemente una notable pérdida de autonomía en la definición de las políticas como condición para recibir el apoyo. Además, los bancos comerciales, que ahora podrán ser los últimos en llegar a arreglos con los países después de que el FMI y el BIRF hayan definido el tipo de apoyo financiero que ofrecerán, exigirán la adopción de rígidos programas de ajuste para entrar a considerar esquemas de reducción de deuda, a dife-

<sup>14</sup> Debe señalarse, sin embargo, que el FMI incluye a Colombia dentro del grupo de países altamente endeudados.

<sup>15</sup> FMI "Summing up by the Chairman — Fund Involvement in the Debt Strategy" — Executive Board Meeting 89/61, May 23, 1989.

rencia de los acuerdos anteriores en que se actuaba simultáneamente o ad-referéndum de la decisión de las otras partes.

### 3. Perspectivas realistas

Las observaciones anteriores no están encaminadas a señalar que la iniciativa Brady no será de utilidad para Colombia. Por el contrario, creemos que son varios los campos nuevos de acción que se abren al país como consecuencia de este importante pronunciamiento. Lo que hemos buscado es señalar, de manera realista, los verdaderos alcances de la propuesta, para comenzar a explorar los caminos más apropiados para aprovecharla.

Quizás el elemento más importante para el país es el que tiene que ver con el pronto regreso a los mercados financieros internacionales en condiciones normales y voluntarias. Este es, en última instancia, el propósito básico en que la Iniciativa coincide con la política que ha venido siguiendo Colombia. En la medida que sea posible hacer uso de algunos componentes de la propuesta, se facilitará no sólo el servicio de la deuda, sino la organización de nuevas sindicaciones crediticias. Concretamente se debe procurar aprovechar los siguientes aspectos:

#### a. *Apoyo de los organismos multilaterales*

Desde la primera sindicación grande en 1985, Colombia ha contado con el respaldo tanto del Banco Mundial como del Fondo Monetario, entidades que han avalado los distintos programas económicos y las solicitudes de crédito que los acompañaban. Estamos seguros de que este respaldo continuará. Hay, sin embargo, dos áreas de apoyo adicionales en las cuales es importante lograr el concurso de estas entidades. La primera hace relación a obtener mayores aportes de crédito del Banco Mundial y más flexibilidad en las exigencias respecto a los desembolsos de préstamos. No obstante los evidentes pro-

gresos logrados en materia de estabilización y en algunas áreas de ajuste estructural, el Banco aplica posiciones extremadamente rígidas respecto al cumplimiento de metas en ciertos sectores, demorando los desembolsos; retrasos que si bien muchas veces son explicables, no deben llevar a poner en peligro estrategias de largo plazo de importancia fundamental, como es el caso de la normalización del acceso a los mercados financieros internacionales.

La segunda se refiere al apoyo que estas entidades otorguen a acciones voluntarias de reducción de deuda, como aquellas que podían adelantarse con los bancos comerciales en concordancia con las negociaciones de crédito que describimos en la tercera sección de estas Notas. La posibilidad de culminar con éxito acciones en esta dirección se incrementará en la medida que, dentro del espíritu de la iniciativa Brady, el Banco y el Fondo apoyen operaciones de este tipo.

#### b. *Levantamiento de restricciones contractuales*

Dos restricciones vigentes en la mayoría de los contratos de crédito con la banca comercial han dificultado enormemente la negociación de nuevos empréstitos. Se trata del "prorrato" (sharing clause) y la "prenda negativa" (negative pledge). Este planteamiento es, por demás, coherente con los principios básicos de mercado en que se sustenta la Iniciativa, la cual reconoce una realidad objetiva en cuanto la existencia de descuentos sobre el valor de la deuda, que deben reconocerse para conseguir el rápido ajuste que el mercado requiere. En esencia estas dos cláusulas buscan evitar tratamiento preferencial a favor de cualquier acreedor, pero en la práctica se han convertido en la salvaguardia legal para los bancos "oportunistas" (free riders). Acogidos a estas cláusulas, estos acreedores se colocan en posición de entorpecer las sindicaciones

de nuevos créditos, al negarse a participar en ellos, buscando beneficiarse de los aportes adicionales del resto de la comunidad bancaria, pero sin dar cabida a un tratamiento favorable a los bancos que desean mantener su apoyo al país.

El Departamento del Tesoro Norteamericano ha instado a la banca comercial a hacer más laxas estas cláusulas, en aras de avanzar con mayor rapidez hacia una solución al problema de la deuda. Colombia deberá aprovechar que se ejerza presión sobre los bancos "oportunistas" para levantar las mencionadas restricciones. Con ello se facilitaría enormemente la sindicación de nuevos créditos.

### *c. Recursos financieros para reducción de deuda*

En la medida que el país logre acuerdos voluntarios con sus acreedores en materia de reducción de deuda, o del servicio de la misma, no debe descartarse la posibilidad de obtener recursos, o garantías, de la banca multilateral para facilitar la concreción de dichos acuerdos. Seguramente, dado el monto de la deuda con la banca y las características de la misma en el mercado, las sumas involucradas no serán demasiado grandes, ni decisivas para el éxito de la estrategia colombiana. No por ello, sin embargo, debe dejarse de hacer uso de los recursos multilaterales para este propósito.

## VI. Resumen

En las presentes Notas se ha hecho una recapitulación acerca de los sucesos más importantes ocurridos este año en el frente del endeudamiento externo y su incidencia para la economía colombiana.

Luego de un breve examen de la historia reciente en materia de manejo de la deuda externa, se analizan los parámetros que han servido de base para orien-

tar las últimas negociaciones con la banca internacional, o sea aquellos factores que caracterizan el tipo de deuda y determinan su calidad; el objetivo de la política ha sido el de preservar estas condiciones.

Puede concluirse, en primer término, que con la obtención del crédito por US\$ 1.645 millones y su firma en el mes de junio se logra a cabalidad el propósito de mantener y, en lo posible, mejorar las características positivas de la deuda colombiana en la presente década. Es así como los componentes financieros de la deuda han conservado unos índices favorables de costo y plazo, y la diversidad de prestamistas sigue reflejando la importancia relativa de los acreedores multilaterales; igualmente continúa predominando la alta participación como prestatarios de entidades del sector público y de empresas oficiales productoras de bienes y servicios. Estos factores configuran hoy en día un marco propicio para el buen manejo de la deuda y en ningún caso han experimentado demérito en aras de conseguir un crédito específico.

Las discusiones relativas al crédito contratado este año, se llevaron a cabo en el ámbito de un mercado financiero internacional considerablemente perturbado por siete años de situación de crisis en el ámbito de la deuda latinoamericana; ello ha hecho particularmente difícil todo el proceso de consecución de recursos externos. A este respecto, es válido argumentar que por causas estrictamente imputables al deficiente funcionamiento del mismo mercado internacional hubo obstáculos para la culminación rápida de la operación, sin que éstos tuvieran vínculo alguno con elementos internos propios de la evolución y manejo de la economía colombiana, cuyos positivos indicadores en todo momento se percibieron correctamente.

No es exagerado afirmar que el mercado, en una actitud contraria a su naturaleza,

parecía quererle dar a Colombia un tratamiento distinto al que le correspondía en razón de su historia de buen deudor, y el favorable desempeño de su economía. De no haber sido por la habilidad y persistencia de los negociadores del Gobierno, el caso de la deuda colombiana habría quedado situado en las mismas condiciones de otras naciones, desconociéndose la verdadera situación económica del país. En buena hora las tesis colombianas se abrieron camino y se obtuvo la aprobación del crédito con las características descritas. Debe reconocerse que el apoyo otorgado por los organismos multilaterales y algunas autoridades de los Estados Unidos, en especial el Federal Reserve Bank, fueron factores importantes para conseguir los propósitos buscados.

Según se ha podido explicar en detalle, la negociación fue muy positiva para el país por varias razones. En primer lugar, los plazos del nuevo crédito reducen el monto global de las amortizaciones en el futuro próximo hasta situarlas en cuantías compatibles con los ingresos externos y con las necesidades fiscales; de esta manera se facilita el cumplimiento de las metas en estos frentes y especialmente en el externo.

En segundo término, los aspectos puramente financieros también son convenientes, pues la tasa de interés promedio señala una reducción, y se compara favorablemente con aquellas pactadas en los acuerdos de restructuración de deuda de otros países.

En tercer lugar, el valor relativo de la deuda externa como proporción del PIB se reduce a un 42%, lo cual mejora la capacidad de pago de la economía y permite que su servicio muestre una reducción importante; se tiene así que el pago de intereses como proporción de los ingresos corrientes ha bajado al 18 ó 19%.

Por último, el sector público consiguió la flexibilidad que necesitaba para asignar los recursos de origen externo de acuerdo con los objetivos de gasto previstos en el Plan de Economía Social que viene desarrollando el Gobierno. De esta manera, y como consecuencia de la negociación del crédito actual, el panorama externo del país en materia de financiamiento externo se ha despejado para los próximos años.

Se explora también en las Notas, en forma breve, el marco internacional dentro del cual, deberá seguir operando el país para el manejo futuro de sus necesidades de financiamiento externo, y se hacen algunos comentarios acerca de la iniciativa Brady. Se destaca el hecho de que en el momento actual es sin duda más clara la conveniencia de mantener relaciones normales con la banca comercial, bajo el esquema ya probado de obtención de créditos para refinanciación de amortizaciones, o para disminución de la deuda.

Parece útil tener una primera aproximación acerca de la importancia que puede significar para el país la propuesta del Secretario del Tesoro de Estados Unidos. El objetivo central de dicha Iniciativa, la reducción de la deuda y de su servicio, reconoce una realidad que ya había sido señalada por el mercado a través del descuento en las cotizaciones de documentos de deuda y que ha tenido ejemplos concretos en economías como la chilena o la mexicana.

El alcance de la Iniciativa, sin embargo, tiene diversas limitaciones y la posibilidad de que cualquier país pueda beneficiarse de descuentos, está lejos de ser automática. A este respecto debe tenerse en mente, en primer lugar, que para lograr tal propósito los recursos adicionales, especialmente los que provienen de los organismos multilaterales, tienen montos limitados frente al tamaño de

los requerimientos, así que las soluciones serán sólo parciales y para casos de clara necesidad. En segundo lugar, es evidente que hay condicionamientos que se deben cumplir para poder beneficiarse del esquema; éstos se refieren principalmente a las reformas en materia de política macroeconómica que han de efectuar los países y a los compromisos que se requiere adquirir bajo programas de "Stand-By" con el FMI o de ajuste estructural con el Banco Mundial. En tercer término, la aplicación de instrumentos de reducción de deuda resultará de negociaciones voluntarias de los países deudores con el comité de bancos acreedores y no de decisiones automáticas y generales por parte del sistema financiero internacional.

Para Colombia hay temas de mucho interés que se derivan de la iniciativa Brady y que tienen que ver con el enfoque de solución de mercado en el que está inscrito el concepto de reducción de deuda y de su servicio. Nos referimos a la indispensable adopción de modificaciones a algunas de las cláusulas contractuales de los créditos

vigentes respecto del llamado sistema de "prorrato" y de la "prenda negativa", esbozadas en la Iniciativa. Las restricciones que se derivan de dichas cláusulas han ocasionado las dificultades que ha debido sortear el país en todas las negociaciones recientes, por la presencia y actuación de ciertos bancos, que respaldados en estas normas, entorpecen las negociaciones; la flexibilización de estos requisitos le facilitará al país la consecución de acuerdos coherentes con las políticas que ha aplicado en los últimos años y eventualmente le permitirá beneficiarse en algún monto de reducción de deuda.

Así pues, la culminación exitosa de las negociaciones con la banca comercial nos permite señalar, por una parte, que las perspectivas de nuestra balanza de pagos, en su componente de financiamiento externo, están despejadas; y por otra, que la estrategia colombiana de manejo de la deuda ha quedado fortalecida, siendo posible seguir avanzando en acciones tendientes a recuperar para el país el pleno acceso voluntario a los mercados internacionales de capitales.

# VIDA DEL BANCO

## Dr. Ignacio Copete Lizarralde

Con motivo del fallecimiento del doctor Ignacio Copete Lizarralde, distinguido Exgerente del Instituto Emisor, la Junta Directiva del Banco, en sesión del 13 del presente mes, aprobó por unanimidad la siguiente moción:

“La Junta Directiva del Banco de la República lamenta profundamente el fallecimiento del doctor Ignacio Copete Lizarralde, quien desde la Gerencia General del Banco de la República prestó invaluable servicios no solamente a la Institución como tal, sino a la ciencia económica en particular, merced a su vasta experiencia y a su preclara inteligencia.

Hace llegar a su esposa, señora Lía Saldarriaga de Copete, a su hijo el doctor Fernando Copete Saldarriaga, Subgerente de Relaciones Industriales del Banco y a su ilustre familia, sus sinceros sentimientos de pesar por el luto que los embarga y les expresa su más sentida condolencia”.

## Asesor de la Junta Monetaria

Como nuevo asesor de la Junta Monetaria fue designado el doctor Jaime Jaramillo Vallejo en reemplazo del doctor Armando Montenegro Trujillo, quien actualmente se desempeña como asesor del Gobierno en asuntos cafeteros.

El profesional Jaramillo Vallejo, quien asumió funciones en los primeros días del presente mes, es doctor en Ciencias Jurídicas egresado de la Universidad Javeriana; Máster en Economía Política y Ph.D. en Economía de la Universidad de Boston. Se ha desempeñado como Asesor del Ministro de Agricultura, Economista del Fondo Monetario Internacional en Washington, Consultor independiente de varias entidades nacionales e internacionales y Director Financiero de la Cámara de Comercio de Bogotá. También ha dictado cátedra en la Facultad de Derecho y Economía de la Universidad Javeriana.