

LA EXPERIENCIA DE COLOMBIA EN EL MANEJO DE LA DEUDA EXTERNA*

Introducción

A partir del inicio de la llamada "crisis de la deuda externa" en 1982, la atención de las autoridades económicas de prácticamente todos los países de la región se centró en el diseño de medidas tendientes a encontrar paliativos a sus efectos devastadores sobre la inversión, el crecimiento económico, el empleo, la distribución del ingreso y la viabilidad de los programas de estabilización. Colombia también se vio afectada por dicha crisis, si bien en forma diferente a los demás países, en razón a una serie de particularidades en cuanto al tamaño, composición, perfil y condiciones de su endeudamiento externo.

Es mi propósito en estas notas presentar una breve síntesis de dichas particularidades, exponer la política seguida por Colombia en este frente, para luego concluir con algunas reflexiones sobre esta experiencia, formulando varias consideraciones sobre la nueva etapa que se abre frente a las recientes iniciativas presentadas por los países desarrollados.

I. El endeudamiento externo hasta la crisis (1982)

1. Contexto latinoamericano

El auge del endeudamiento externo de los países del Tercer Mundo se inició a partir de 1973 con el pri-

mer "shock" petrolero. Los altos precios de los hidrocarburos generaron un considerable volumen de excedentes financieros que fueron canalizados por los bancos internacionales hacia los países en vías de desarrollo.

La Gráfica 1 ilustra la magnitud del fenómeno en el caso de América Latina. En ella se presentan los flujos netos de capital —definidos como la diferencia entre los desembolsos y las amortizaciones de deuda pública y privada de mediano y largo plazo— recibidos por la región entre 1973 y 1988. Dejando de lado, por el momento, las marcadas fluctuaciones en las tasas de cambio, un flujo neto positivo indica el incremento anual de la deuda externa. Con el fin de facilitar la comparación con la experiencia vivida por Colombia durante el mismo período, dichos flujos se expresan como porcentaje del PIB latinoamericano.

La gráfica comentada corrobora la aceleración de los flujos de capital a partir de 1973, año en el cual pasaron de representar 2.6% del PIB a un valor promedio de 4.5% durante el período 1974-1981, siendo particularmente alto este último año, cuando los flujos netos representaron prácticamente un 5% del PIB regional.

Durante todo este período tienen una especial importancia los desembolsos de origen privado, esto es aquellos otorgados por la banca comercial internacional o por proveedores de maquinaria y equipo. En 1981,

* Documento presentado como ponencia a la XXVI Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del Continente Americano, Ottawa, Canadá, mayo 1^o. de 1989.

por ejemplo, de los US\$ 37.7 miles de millones de recursos netos en que se incrementó la deuda externa latinoamericana, solamente el 12.2% fue concedido por organismos multilaterales o bilaterales. El saldo, 87.8%, provino de fuentes privadas.

A partir de 1981, la economía mundial entra en una profunda recesión, al tiempo que las tasas de interés internacionales alcanzan elevados niveles en términos reales. Los bancos comerciales pierden la confianza en la región y se retiran del mercado, con lo cual los flujos netos caen en forma abrupta y sostenida, llegando incluso a ser inferiores al 1% del PIB regional durante cada uno de los últimos tres años (1986-1988).

La combinación resultante de la suspensión de nuevos créditos, las elevadas tasas de interés y el deterioro de los términos de intercambio para la región condujo a coeficientes de servicio de la deuda (servicio/ingresos por exportaciones) insostenibles, desembocando así en agudas crisis de balanza de pagos en la mayoría de los países de la región. En agosto de 1982 sobreviene la moratoria mexicana, la cual constituye un hito en la historia de la crisis de la deuda y precipita la primera ronda de reestructuraciones con la banca comercial.

Al reducirse drásticamente los flujos netos de capital, éstos no alcanzaron a compensar el pago de intereses, generándose un monto considerable de transferencias financieras netas (Flujos Netos-Intereses Pagados) desde la región hacia las fuentes de crédito. En el Gráfico 2 se observa cómo éstas llegaron a superar el 3.5% del PIB regional durante 1985 y 1986. A partir de allí, dichas transferencias tienden a reducirse, modificando la tendencia presentada a partir de 1982.

2. La experiencia colombiana

La Gráfica 1 presenta, además, los flujos de capital hacia Colombia. De allí sobresalen algunas diferencias frente al comportamiento global de la región. En primer lugar, el país recibió un nivel bastante inferior (y decreciente) de flujos netos de endeudamiento hasta 1978. De allí en adelante y hasta el inicio de la crisis, registró una tasa de crecimiento de su deuda externa superior a Latinoamérica. Finalmente, a diferencia de la región, Colombia mantiene flujos netos de capital relativamente estables y superiores al 4% de su PIB.

Al analizar los flujos internacionales de capital, se debe mencionar que desde 1967 Colombia ha tenido un régimen comprensivo de control de cambios

internacionales que regula tanto los flujos comerciales y de servicios, como los movimientos de capital. La adopción de este esquema respondió a características estructurales de la economía, cuyo sector externo presentaba, no sólo un flujo muy inestable de recursos externos, sino que, además, perpetuaban una orientación hacia adentro ("inward-looking") de su modelo de desarrollo. Por ello, resultaba aconsejable regular las relaciones del país con el resto del mundo, trascendiendo los fenómenos coyunturales y los criterios de corto plazo. Gracias al régimen cambiario y al esquema institucional adoptado, fue posible manejar en forma ordenada los procesos de endeudamiento externo, público y privado, y graduar las importaciones de acuerdo con la capacidad de pago del país.

Como se mencionó el año pasado en este foro, el ordenamiento cambiario colombiano, si bien no estuvo exento de imponer algunos costos (sobre todo frente al objetivo de lograr una mejor asignación de recursos en la economía), le permitió al país adaptarse gradualmente y sin mayores traumatismos a las cambiantes condiciones externas. Así mismo, al facilitar la corrección de las sobrevaluaciones episódicas del tipo de cambio, contribuyó de manera fundamental a la diversificación del sector externo de la economía, contribuyendo a estabilizar los ingresos cambiarios¹.

A continuación se describen dos períodos claramente diferenciados en el proceso del endeudamiento externo de Colombia: el primero comprende prácticamente toda la década de los setenta y el segundo desde 1979 hasta 1988.

a. 1970-1978. Antes de 1978 los flujos netos de capital muestran unos niveles bastante inferiores a los de los países latinoamericanos, al representar, en promedio, un 2% del PIB por año. Dichos flujos son particularmente bajos durante los tres últimos años de este período, dada la coyuntura de bonanza externa de la economía al triplicarse el precio internacional del principal producto de exportación, el café, entre 1975 y 1977. Dentro de las medidas adoptadas para estabilizar la economía, se introdujeron limitaciones al endeudamiento externo de forma tal que el promedio anual de los flujos netos se redujo a un punto porcentual del PIB.

¹ "La política cambiaria y el ajuste económico: notas sobre la experiencia colombiana". Documento presentado como ponencia a la XLVI Reunión de Bancos Centrales Latinoamericanos y de España en Rio de Janeiro. Para mayores detalles, véase diferentes artículos compilados en el libro "20 años de régimen cambiario" editado por el Banco de la República, Bogotá, 1987.

Además de la reducción en el nivel de flujos netos y de su menor importancia relativa frente al resto de países del área, durante este período fue particularmente notoria la participación de las fuentes oficiales bilaterales y multilaterales en los flujos de crédito externo. Al finalizar 1978, 73% de la deuda pública externa estaba contratada con entidades de carácter oficial, siendo los dos mayores prestamistas la AID (26%) y el Banco Mundial (26%). Por su parte, la banca comercial y los proveedores representaban apenas un 27% de los préstamos desembolsados en ese momento.

Tal como se verá más adelante, la preponderancia de las fuentes oficiales dentro del endeudamiento externo es uno de los factores que explica las diferencias entre la experiencia de un gran número de países latinoamericanos y Colombia, durante la crisis que sobrevendría a comienzos de la década de los ochenta.

b. 1979-1982. A partir de 1979, se observa un cambio radical en la tendencia descrita anteriormente. Colombia empieza a participar más activamente en los mercados internacionales de capital, con el fin de financiar un ambicioso programa de inversiones públicas. La administración que se inició a finales de 1978 encontró una coyuntura externa favorable y elevó el nivel de inversión pública en sectores como transporte, desarrollo eléctrico y minería, inversiones intensivas en endeudamiento externo (importaciones de bienes de capital y equipo).

Se buscó así aprovechar la favorable situación cambiaria del país que había permitido, entre 1975 y 1980, multiplicar por diez el nivel de las reservas internacionales netas, y los abundantes montos de financiamiento externo ofrecidos por los bancos comerciales internacionales. Se esperaba así, obtener unas favorables condiciones financieras y "asegurar que una vez disminuida la liquidez de divisas, el país contara con proyectos de inversión que estuvieran en capacidad de atraer financiamiento externo"². Un monto significativo de los recursos provenientes del endeudamiento se destinó a proyectos orientados hacia la exportación, como fueron la explotación carbonífera de la mina de El Cerrejón y un ambicioso plan de exploración petrolera que vendría a dar sus frutos varios años más tarde con el hallazgo del pozo de Caño Limón, cerca de la frontera con Venezuela.

Los flujos netos de deuda externa pasan de representar 0.5% del PIB en 1978 a 3.2% el año siguiente y continuaron creciendo hasta 5.4% en 1981, cifra que

en ningún momento alcanzó la región como conjunto. Durante este período los flujos provenientes de fuentes privadas adquieren una gran importancia, representando en promedio el 72% del nuevo endeudamiento. Se contratan numerosos créditos sindicados con la banca comercial con períodos de amortización más cortos a los logrados en años anteriores. El impacto del cambio en las fuentes de financiamiento sobre la estructura de la deuda colombiana es evidente: la banca comercial pasa de representar un 18% del total de las obligaciones externas del sector público en 1978 a un 44% al finalizar 1982.

Finalmente, se debe resaltar otra característica peculiar de la deuda pública externa colombiana: su gran nivel de descentralización. Por razones de flexibilidad presupuestal y de especialización, la inversión estatal generalmente la realizan entidades distintas al Gobierno Central. Estas pueden ser de nivel nacional, como es el caso de los grandes proyectos mineros (ejecutados por Ecopetrol y Carbocol), o del nivel departamental o municipal, cuando se acometen obras de servicios públicos de carácter local o regional (empresas de electricidad, acueductos y alcantarillado).

Dado que el rápido crecimiento de la deuda externa a partir de 1979 correspondió al financiamiento de la inversión pública, su estructura se encuentra altamente descentralizada. Por ejemplo, al finalizar 1982, apenas un 47% de la deuda pública total se encontraba en cabeza del Sector Central, participación que se ha venido reduciendo paulatinamente hasta representar un 35% en la actualidad. Esta característica ha desempeñado un papel importante en la opción de manejo del endeudamiento externo que adoptó Colombia, como se verá más adelante.

II. Colombia durante la crisis de la deuda

1. Ajuste de la economía

Al iniciarse la presente década, la economía colombiana se enfrenta a un difícil período, caracterizado

² Plan de Integración Nacional 1979-1982, Departamento Nacional de Planeación.

por un debilitamiento general de sus principales indicadores: la tasa de crecimiento real del PIB pasó de 4.1% en 1980 a 2.3% en 1981 y 0.9% en 1982, frente a una tasa de crecimiento real promedio del 5.5% por año en la década de los setenta; el déficit consolidado del sector público pasó de 0.2% del PIB en 1980 al 6.1% en 1982; el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos pasó de un superávit del 0.4% del PIB en 1980 a un déficit de más del 11%; y las reservas internacionales netas se redujeron en US\$ 525 millones en ese mismo lapso (véase Gráfico 3).

Los desajustes surgieron tanto de perturbaciones externas como del manejo de la política económica interna. Entre los primeros, están la caída de los términos de intercambio, la recesión mundial de 1980-1983, el aumento de las tasas de interés internacionales y la virtual pérdida de los mercados de los países vecinos a consecuencia de la caída de los precios del petróleo. Entre los segundos cabe destacar un déficit fiscal creciente, la revaluación del peso colombiano y una excesiva expansión del crédito doméstico.

La adopción de una estrategia para solucionar los desequilibrios se demoró en su momento por retrasos en percibir la gravedad de la situación y por la aparente seguridad que ofrecía un nivel abundante de reservas internacionales, hasta entonces superior a 10 meses de importaciones de bienes. De allí en adelante fue necesario desacumular reservas para lograr mantener el flujo normal de importaciones, ante las dificultades para obtener financiación adicional. El resultado fue una caída de las reservas netas, del orden de US\$ 3.800 millones entre 1982 y 1984, monto que equivalía a un 67% de su nivel en diciembre de 1981.

A partir de 1984 se iniciaron los primeros correctivos fiscales y cambiarios, al acelerarse el ritmo de devaluación del peso e intensificarse los controles a las importaciones. Las drásticas devaluaciones de las monedas de los países vecinos, aunadas a un creciente proteccionismo en nuestros principales mercados de exportación, forzaron la profundización de las medidas de ajuste durante 1985, cuando se hizo evidente la necesidad de acciones más drásticas para equilibrar la balanza de pagos. Las políticas adoptadas incluyeron una acelerada devaluación nominal del peso (51.2%), lo que implicó más de treinta puntos porcentuales en términos del Índice de la Tasa de Cambio Real, una reducción de las importaciones de casi US\$ 1.700 millones, una

ampliación de los incentivos a las exportaciones, una mejora del desempeño fiscal, realizada básicamente a través de mayores impuestos, y una disciplina monetaria sostenida.

El punto central de la estrategia consistía en reducir la demanda agregada a través de un control drástico del déficit fiscal, como paso previo y necesario al logro de una devaluación en términos reales. La percepción de las autoridades era de que sin una reducción sustancial del déficit del sector público, cualquier intento por mejorar la competitividad externa de las exportaciones colombianas a través de la tasa de cambio nominal hubiera incrementado las presiones inflacionarias³.

Paralelamente, se buscaba mantener el acceso al crédito de la comunidad financiera internacional con el fin de estabilizar el sector externo de la economía y permitir la culminación de las inversiones públicas en curso, otorgándole prioridad a aquellas que debían contribuir a la diversificación y crecimiento de las exportaciones.

2. Manejo de la deuda externa

En cuanto al manejo de la deuda externa, las autoridades debieron actuar en varios frentes con el fin de restablecer el crédito externo, detener la caída de las líneas comerciales del país, y enfrentar los problemas de liquidez de algunas entidades privadas, tanto del sector real como financiero.

a. Recursos frescos para el sector público

Dado que el proceso de contratación acelerada de crédito externo de Colombia con la banca comercial internacional era relativamente reciente, el país no enfrentaba a corto plazo amortizaciones significativas, al encontrarse la mayoría de los créditos con esta fuente en período de gracia. Tampoco presentaba un nivel de endeudamiento *global* que pudiera considerarse como excesivo: la deuda externa total del país en 1984 representaba 45% del PIB, mientras que su servicio ascendía al 37% de los ingresos de la cuenta corriente.

³ Para un recuento más detallado de la experiencia de ajuste económico, véase: Garay y Carrasquilla, en "Dinámica del desajuste y proceso de saneamiento económico en Colombia en la década de los ochenta", ESPE número 11, Bogotá, junio de 1987. El rol del Banco de la República se trata más en detalle en la ponencia presentada en la LXIV Reunión de Bancos Centrales Latinoamericanos y de España en Barbados del 26 al 29 de abril de 1987: "El Banco de la República y el ajuste de la economía colombiana".

De otra parte, las condiciones financieras de los créditos contratados en el pasado eran relativamente favorables frente a las que estaban logrando en aquel momento los países que se encontraban reprogramando sus obligaciones con la banca comercial. En esa medida, una reestructuración no era una alternativa que solucionara los problemas de financiamiento por los que atravesaba el sector externo colombiano y las apremiantes necesidades de recursos frescos para finalizar algunos proyectos del sector minero y eléctrico.

A finales de 1984, el Gobierno se reunió con sus principales bancos comerciales prestamistas con el propósito de discutir el programa económico que ya se encontraba en marcha. Se explicó cómo dentro del proceso de ajuste, el aporte de nuevos recursos por parte de cada uno de los acreedores era crucial. Los organismos multilaterales, el BID y el Banco Mundial, ya habían comprometido su apoyo al paquete financiero global a través de varios créditos nuevos, dentro de los que se debe destacar un préstamo de política comercial de rápido desembolso ("policy-based loan") por US\$ 300 millones otorgado por el BIRF en 1985. Igualmente se diseñó un mecanismo que permitió una aceleración de los desembolsos de dichos organismos.

Dentro del mismo paquete financiero se esperaba una contribución de la banca comercial con recursos frescos por US\$ 1.000 millones para el período 1985-1986. Durante el mismo bienio se tenía asegurado el ingreso de créditos previamente contratados con la misma fuente por US\$ 900 millones y el sector público debía realizar amortizaciones por algo más de US\$ 600 millones. Por ello, el crédito solicitado representaba un incremento del "exposure" de la banca comercial cercano a los US\$ 1.300 millones, 37% del saldo total al finalizar 1984.

La actitud de la banca comercial internacional hacia la petición colombiana fue en principio favorable, pero solicitó que se estableciera algún mecanismo de seguimiento del programa de ajuste, a través del cual estuviera informada sobre su progreso. Como planteamiento inicial, la banca sugería la formalización de un acuerdo de "stand-by" con el Fondo Monetario Internacional, similar a los que debieron realizar aquellos países que reprogramaron su deuda durante las dos primeras rondas de renegociaciones.

Sin embargo, existían varias razones por las cuales dicho acuerdo no hubiera correspondido a la coyuntura específica por la que atravesaba la economía

colombiana. La principal de ellas era que no se requería el apoyo de balanza de pagos que normalmente conlleva dicho acuerdo, dado que el país contaba con recursos suficientes para atender sus compromisos externos corrientes (pago de importaciones y servicios, intereses sobre su deuda externa, etc). Sus necesidades reales eran la financiación de proyectos de inversión para los cuales no se podían utilizar los recursos a que hubiera dado lugar el acuerdo de "stand-by".

Como fórmula intermedia, a comienzos de 1985, surgió un esquema de monitoría con el FMI y de seguimiento por parte del Banco Mundial al programa de inversiones públicas. Con ello, se obtenía la garantía requerida por la banca comercial para efectuar los desembolsos de recursos frescos.

b. Sector privado no financiero

El Gobierno estableció un mecanismo para solucionar los problemas de liquidez de algunas entidades del sector privado. En efecto, varias empresas privadas que se habían excedido en su nivel de endeudamiento externo durante los primeros años de la década, en muchos casos evadiendo las disposiciones del régimen de control de cambios, vieron incrementarse marcadamente el servicio de sus obligaciones externas expresado en moneda local. La presión sobre sus flujos de caja reflejaba tanto el mayor ritmo de devaluación del peso colombiano, como la caída de las ventas en el mercado interno en razón de la recesión en la economía y el auge del contrabando.

La Junta Monetaria, a través de la Resolución 33 de 1984, creó un mecanismo que facilitó enormemente la reestructuración de las obligaciones externas, sin convertirlas en ningún momento en riesgo soberano, ni conceder mayores subsidios. Con el fin de poder acogerse a dicho mecanismo, las empresas privadas debían negociar directamente con sus acreedores unas condiciones financieras mínimas en cuanto a períodos de gracia, de amortización y de tasas de interés. Al mismo tiempo se lograba mantener el riesgo comercial en cabeza de los prestamistas originales.

El único compromiso adquirido por el Banco de la República se limitaba a asegurar la disponibilidad futura de las divisas para el repago de las obligaciones externas. La empresa deudora debía cumplir con un esquema interno de compra a futuro de títulos denominados en moneda extranjera emitidos por el mismo Banco Central (Títulos Canjeables). La

Resolución 33 facilitó el proceso de reprogramación de unos US\$ 430 millones, en una coyuntura de negociación particularmente difícil por la simultaneidad con que las autoridades económicas se encontraban actuando en los demás frentes.

c. Líneas de corto plazo

Resultaba fundamental, además, mantener los flujos comerciales de corto plazo. Desde 1984 la banca comercial venía recortando aceleradamente sus líneas comerciales hacia Colombia. Simultáneamente, los importadores, previendo la devaluación del peso, procuraban agilizar sus giros al exterior reduciendo su demanda de esos recursos crediticios. Se consideró indispensable frenar este proceso mediante exigencias de financiamiento, a través de plazos mínimos para el pago de las importaciones, al tiempo que se realizaba un acuerdo informal con la banca para que mantuviera su exposición en este tipo de financiaciones.

III. Resultados

1. Recuperación económica

Los resultados tanto del plan de ajuste 1985-1986, como de la gestión de la deuda fueron altamente satisfactorios en lo que se consideraba la primera etapa de la normalización de las relaciones del país con la comunidad bancaria internacional. Entre 1984 y 1985, el déficit fiscal y aquél de la cuenta corriente de la balanza de pagos se redujeron en aproximadamente 2.5 puntos del PIB. El nivel de las reservas internacionales se estabilizó y se incrementó por primera vez en cuatro años. La economía creció un 3.1% en términos reales, mientras que la inflación alcanzó un 22.5%, exhibiendo una leve alza frente a la observada en 1985, 18.3%.

Durante 1986, gracias a un repunte de los precios internacionales del café, las exportaciones del país por este concepto crecieron en US\$ 1.000 millones frente a los niveles observados en los años inmediatamente anteriores, permitiendo leves superávits fiscales y de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Adicionalmente, las exportaciones no tradicionales se expandieron en un 21% en términos de dólares americanos. A pesar de la recuperación de los ingresos externos, y por percibirse la situación cafetera como un fenómeno eminentemente transitorio, las autoridades mantuvieron el nivel competi-

tivo de la tasa de cambio real y continuaron con el proceso de saneamiento de la economía.

Una parte significativa de los esfuerzos de las autoridades se centró en elevar la tasa de ahorro de la economía, evitando niveles de gasto superiores a los que permiten los ingresos externos durante períodos normales. De otra parte, se mejoró la posición financiera externa del país a través de una acumulación de reservas internacionales netas por US\$ 1.400 millones y la cancelación de casi US\$ 1.000 millones de pasivos a corto plazo.

Así mismo, la gran mayoría de los recursos "extraordinarios" provenientes de la bonanza cafetera se canalizaron a través de préstamos y transferencias hacia el sector eléctrico. En efecto, dicho sector viene mostrando síntomas de sobredimensionamiento y sobreendeudamiento desde la recesión de 1981-1983, al realizarse su plan de expansión bajo supuestos de crecimiento de la demanda de energía y de costos financieros que a la postre resultaron demasiado optimistas. De otra parte, los plazos con los que se contrataron originalmente los recursos no guardaban relación con los mayores períodos de ejecución de las inversiones.

En la actualidad, el saldo de la deuda externa en cabeza de las empresas del sector eléctrico asciende a unos US\$ 4.000 millones, un 31% de la deuda pública externa total, mientras que su servicio absorbe más del 70% de la facturación anual por concepto de ventas de electricidad. Adicionalmente, la mayoría de sus obligaciones se encuentra contratada con fuentes multilaterales y oficiales, eliminando o dificultando la posibilidad de reestructurar dichas obligaciones como mecanismo de solución al "mismatch" de plazos.

Esta situación ha imposibilitado que las empresas del sector atiendan en forma cabal su deuda externa, obligando a otras entidades públicas a realizarle enormes transferencias con el fin de mantener sus obligaciones al día. Actualmente, se encuentra en marcha un plan de ajuste sectorial de mediano plazo, el cual involucra un paquete financiero en el que son aportantes de recursos algunas entidades oficiales, y bancos y proveedores del exterior.

2. Estrategias de endeudamiento externo

Con el desembolso de los US\$ 1.000 millones del crédito "Jumbo" a lo largo de 1986 y el cumplimiento de cada una de las metas macroeconómicas trimestrales establecidas dentro de la monitoría del FMI, las auto-

ridades estimaron que se había avanzado considerablemente en la normalización de las relaciones financieras con la banca comercial. Debe tenerse en cuenta que dicho crédito representó el primer ingreso significativo de recursos "frescos", no atados a acuerdos de reestructuración, a Latinoamérica desde la moratoria mexicana.

Como otro factor positivo, se debe mencionar la colocación de bonos en el Japón por US\$ 40 millones a finales de 1986 y de US\$ 50 millones a través de la Bolsa de Luxemburgo durante el primer trimestre de 1987. Finalmente, la estabilización de las líneas de corto plazo indicaba una mayor confianza de los acreedores privados en la economía colombiana. Inclusive estas últimas comenzaban a mostrar una tendencia hacia el crecimiento, acorde con el comportamiento de las importaciones.

Gracias al mayor dinamismo de la economía a partir de 1985, las empresas del sector privado se recuperaron financieramente, presentando buenas utilidades e iniciando ambiciosos planes de inversión. Al mismo tiempo, ello permitió que éstas atendieran en forma oportuna sus obligaciones externas, e incluso prepagaran algunos de sus pagos previamente reestructurados. Sin embargo, desde que se inició la crisis, los flujos de endeudamiento externo de mediano y largo plazo hacia estas empresas han sido negativos, paradoja que es difícil de explicar ⁴.

IV. La financiación externa durante 1987-1990

A partir de 1987, las autoridades económicas se enfrentaron a un nuevo reto en el manejo de la deuda externa. A diferencia de lo observado durante el bienio 1985-1986, el sector público presentaba una marcada acumulación de amortizaciones con la banca comercial hasta 1991. Al haber incrementado la deuda con la banca comercial en un período relativamente corto, entre 1979 y 1983, con unos plazos de gracia y amortización homogéneos, el repago de los créditos tomados en esos años se debía hacer en forma simultánea. La acumulación de los pagos de capital era de tal magnitud que el sector público debía cancelar un monto equivalente a las dos terceras partes de su deuda con la banca durante los siguientes cuatro años ⁵.

Los satisfactorios resultados de la economía en los dos últimos años y el favorable panorama que presentaba el sector externo en el mediano plazo, gracias a la diversificación de las exportaciones, en buena parte producto del competitivo nivel alcanzado por la tasa de cambio real, llevaron al Gobierno a concluir que Colombia reunía las condiciones de obtener financiamiento voluntario en el mercado internacional de capitales. Al mismo tiempo, las necesidades de crédito durante aquellos años se reducían, *en términos globales*, a una refinanciación ("roll-over") de las obligaciones con la banca comercial, sin que ello condujera a que se incrementara su exposición.

Una reprogramación de las amortizaciones era el mecanismo que a primera vista ofrecía una renovación automática de los vencimientos, incluso por un período más extendido del que se podría lograr a través de nuevos créditos. Sin embargo, aquellas entidades que debían realizar las inversiones previstas en el nuevo plan de desarrollo (el Gobierno Central en particular), no eran las mismas que debían efectuar las amortizaciones a la banca. Tal como se mencionó anteriormente, el 65% de la deuda pública externa se encuentra en cabeza de entidades descentralizadas de diferentes órdenes. Dadas las características institucionales del manejo presupuestal colombiano, una redistribución interna de los recursos hubiera sido muy difícil, e incluso podría haber llevado a un relajamiento de la disciplina fiscal.

Las dificultades de orden interno (fiscales), y externas que se hubieran derivado de una eventual reestructuración, llevaron al Gobierno a mantener la estrategia que se había venido siguiendo desde 1985. El posible encarecimiento de la financiación comercial que se derivaría de un escenario de reprogramación y el poco peso relativo de la deuda externa de Colombia con la banca comercial (US\$ 6.160 millones, 2.6% del total de recursos prestados a la región por esta fuente), reforzaron dicha decisión. Adicionalmente, el Fondo Monetario (con quien la relación institucional, una vez concluida la monitoría, se reducía a la contemplada en el

⁴ Con el fin de buscar revertir esta tendencia, a comienzos del presente año, la Junta Monetaria expidió una resolución que crea un mecanismo de "relending": se incrementa el monto de prepagos autorizados siempre y cuando los acreedores representen los recursos con un plazo similar al de la obligación original.

⁵ Para una descripción detallada de la presentación realizada a la banca comercial, véase "Programación Financiera 1987-1990", República de Colombia, Bogotá, julio de 1987.

Artículo IV), el Banco Mundial y el mismo Comité de Bancos tenía la misma percepción favorable sobre la elevada probabilidad de que Colombia lograra sindicarse con éxito un nuevo crédito en condiciones relativamente voluntarias.

1. Crédito "Concorde": 1987-1988

Con base en el diagnóstico anterior, el Gobierno decidió lanzar una nueva operación a mediados de 1987 por una cuantía de US\$ 1.060 millones, con el fin de cubrir las necesidades del sector público durante el bienio 1987-1988. Dado el carácter semi-voluntario de la nueva sindicación, se estableció como fórmula de participación el que cada banco aportara aquellas amortizaciones que debía recibir de cualquier entidad oficial durante estos últimos dos años. La operación encontró, sin embargo, numerosas dificultades por razones exógenas, tales como la suspensión de pagos del Brasil a comienzo del año, el elevado aprovisionamiento realizado por varios bancos norteamericanos e ingleses y el "lunes negro" de octubre 19 en las bolsas de valores de los principales centros financieros mundiales.

La operación denominada "Concorde" (en razón a la mayor velocidad prevista para completar su suscripción y al menor número de "Pasajeros" frente al crédito "Jumbo"), se cerró el 8 de enero de 1988 con la firma de un crédito por US\$ 1.000 millones. El recorte obedeció básicamente a un número significativo de "free" y "cheap-riders", a pesar del apoyo decidido que se recibió por parte de los organismos multilaterales, el Tesoro de los Estados Unidos, el Federal Reserve Bank y los demás Bancos Centrales de los países de la OECD.

La sindicación resultó ser bastante más forzosa de los que se esperaba inicialmente, reduciéndose el número de bancos participantes de 214 en el crédito 1985-1986 a apenas 116. Las condiciones financieras logradas representaron, sin embargo, una notable mejoría frente al crédito anterior, especialmente en lo que se refiere a los períodos de gracia y amortización (véase Cuadro 1).

2. Operación 1989-1990

A pesar de las dificultades experimentadas por Colombia en la refinanciación de sus amortizaciones con la banca comercial internacional correspondientes al período 1987-1988, el Gobierno mantuvo su empeño de proseguir con el mismo esquema como la mejor alternativa de manejo de la deuda. Sin embargo, con el fin de contar con instrumentos legales adecuados en el

CUADRO 1
Créditos con la banca comercial y condiciones financieras

Período	Monto US \$ (millones)	Spread sobre Libor	Período de gracia (años)	Plazo total (años)
1985-86	1.000	1 5	3 1/2	9
1987-88	1.000	15/16	5 1/2	10 1/2
1989-90	1.460*	7/8	6	12

* Se refiere a la posición sindicada.

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

caso de una reestructuración de sus obligaciones comerciales externas las autoridades lograron la aprobación por parte del Congreso de una nueva Ley⁶. Con ello se buscó estar en capacidad de conciliar un eventual cambio en la estrategia de manejo de la deuda externa con un manejo ordenado de las finanzas del sector descentralizado. Así, sería posible transferir hacia el sector central aquellas sumas que dejara de amortizar el resto del sector público. Afortunadamente no fue necesario optar por una estrategia de reestructuración, como se comenta enseguida, y se logró obtener financiamiento fresco que hará posible atender las nuevas prioridades de inversión del Gobierno Central.

Con el fin de conducir un proceso de sindicación más ordenado, se convino con los principales acreedores del país una suspensión temporal de las amortizaciones. Esta estuvo vigente durante el primer trimestre del presente año, e indujo a varios de los potenciales "free-riders" a participar en el crédito. Adicionalmente, en su diseño se introdujeron innovaciones con el fin de superar los problemas anteriores, mediante el ofrecimiento de un "early participation fee" y la opción de suscribir bonos con condiciones financieras más atractivas una vez los bancos participantes aportaran sumas equivalentes a la recuperación de cartera prevista durante el bienio.

El crédito en proceso de sindicación asciende a US\$ 1.700 millones y contempla unas condiciones financieras mejores para el país que las logradas en

⁶ Ley 85 de 1988.

las dos operaciones anteriores, al extenderse el periodo de gracia y reducirse el "spread" a 15/16 sobre LIBOR. Con esta operación, Colombia soluciona en forma prácticamente definitiva la elevada concentración de amortizaciones ("bunching") que venía experimentando desde 1985, resolviendo así una de las principales restricciones para el manejo de su deuda externa. En este sentido, solamente restaría por resolver las necesidades correspondientes a 1991 (US\$ 730 millones). A partir del año siguiente, el perfil de amortizaciones muestra una mejora muy significativa (véase Gráfico 5).

3. Perspectivas

No obstante los importantes logros del país en el manejo de su deuda externa, bajo condiciones particularmente difíciles en el mercado internacional de capitales, aún prevalece una serie de problemas cuya solución depende de acciones externas e internas. En cuanto a las primeras, cobran particular importancia las nuevas iniciativas sobre reducción de la deuda, que contribuyan a revertir el considerable monto de *transferencias financieras netas* que viene realizando el país al exterior desde 1987 (en razón al menor valor de los flujos netos de capital hacia el sector público y el repago neto de la deuda de mediano y largo plazo del sector privado).

Al haberse logrado un "roll-over" de los vencimientos con la Banca Comercial, sin haber requerido recursos frescos, el pago de los intereses con estos bancos, descansa sobre la financiación neta de otras fuentes y/o la generación de superávit comerciales. Nótese que un manejo alternativo de la deuda, como por ejemplo una reestructuración, hubiera tenido un efecto similar sobre el nivel de transferencias netas, dada la renuencia de la banca comercial para incrementar su exposición en la región.

Los flujos crediticios netos procedentes de otras fuentes también han experimentado una considerable reducción, particularmente aquellos de los organismos multilaterales. Si bien los desembolsos con estos últimos se han mantenido dentro de los niveles tradicionales, el servicio de la deuda se ha incrementado notablemente por la devaluación del dólar norteamericano y el efecto que la realineación de las paridades cambiarias ejerce sobre el factor de revaluación de la canasta de monedas del Banco Mundial. En cuanto al BID, son bien conocidas las dificultades que enfrentó la reposición de sus recursos que hubiera hecho posible un mayor volumen de créditos hacia la región.

De acuerdo con las más recientes proyecciones de la balanza de pagos de largo plazo, las transferencias financieras netas de Colombia mantendrán un valor equivalente al 3% del PIB durante los próximos años (Gráfico 6). Si bien esta perspectiva corresponde a un proceso de "desendeudamiento"⁷, no se trata de un proceso enteramente voluntario. Sin lugar a dudas, el nivel actual de transferencias negativas, al estar reduciendo el monto de inversión potencial de la economía, constituye un freno a su crecimiento.

En cuanto a las acciones internas que es preciso reforzar, desempeña un papel preponderante encontrar una solución al sobreendeudamiento de algunas empresas del sector público, fenómeno particularmente agudo en el sector eléctrico. La atención del servicio de la deuda externa del sector ha implicado un gran esfuerzo fiscal, no solamente a través de incrementos en las tarifas, sino también mediante la transferencia de cuantiosos recursos desde otros sectores del Estado.

V. Consideraciones finales

Desde el inicio de la crisis de la deuda la preocupación central del Gobierno Colombiano, en cuanto al manejo de sus obligaciones externas con la banca comercial, ha sido la de no convertirse en un exportador neto de capital. Dicho objetivo se ha logrado mediante una normalización de las relaciones del país con esta fuente, evitando la reestructuración de las amortizaciones, a la vez que logró mantener, en forma concertada, la exposición de la banca en el país durante el periodo de mayor concentración de pagos registrado en la historia reciente.

Gracias a la decisión de las autoridades de ajustar la economía, los déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos y del sector público se redujeron a niveles financiados en los últimos años, situándose en 1988 en un 1.0% y 2.5% del PIB, respectivamente. Ello ha facilitado la recuperación de la confianza de los acreedores en la solidez de la economía y el retorno a tasas aceptables de crecimiento del 5% real, en promedio, durante cada uno de los tres últimos años. Así mismo, ello permitió reducir el

⁷ Véase por ejemplo, las condiciones dinámicas desarrolladas por Simonsen en "The developing-country debt problem", en *International Debt and Developing Countries*, Banco Mundial, 1985.

desempleo del 13.1% a finales de 1984 al 10.1% en diciembre del año pasado, a pesar de registrarse un aumento sostenido en las tasas de participación en la fuerza laboral.

En el frente externo, la reducción del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se hizo en forma gradual, al pasar de 11.3% del PIB en 1982 a menos de un 5% en 1985. En 1986, gracias a una breve bonanza cafetera y al mantenimiento de las diferentes políticas de ajuste, se logró un superávit de casi el 2% del PIB, para luego estabilizarse alrededor de un déficit del 1%. Dicho ajuste fue posible gracias al control de los excesos de demanda del pasado y a una devaluación de más de 30 puntos porcentuales en la tasa de cambio real, elementos que condujeron a una notable diversificación de las exportaciones.

En el frente fiscal el ajuste implicó pasar de un déficit del sector público que ascendió a un máximo del 6.7% del PIB en 1984 a un superávit de casi un punto en 1986, como contrapartida de la bonanza cafetera mencionada, para luego situarse en un déficit del 1.4% en 1987 y del 2.5% del PIB en 1988. Dicho ajuste implicó mantener la disciplina fiscal en el sector descentralizado, un logro que hubiera sido difícilmente alcanzable bajo un escenario de reprogramación de la deuda externa.

El tránsito realizado por Colombia desde que se inició la crisis de la deuda externa se puede considerar como satisfactorio, aunque no exento de dificultades y períodos de prolongada incertidumbre. Al obtener un monto significativo de recursos frescos por parte de la banca durante el lapso 1985-1986, y efectuar un "roll-over" de los vencimientos entre 1987-1990, el perfil de amortizaciones de la deuda del sector público ha mejorado sustancialmente. Las sucesivas sindicaciones se realizaron bajo condiciones financieras que no distan demasiado de las obtenidas por otros países en las reprogramaciones realizadas en períodos similares.

Con ello no queremos ignorar que se han presentado algunas dificultades en la realización de las operaciones crediticias descritas en la sección anterior. La reticencia de algunos bancos a participar en ellas y la búsqueda persistente de éstos por reducir su "exposición" en el país contrasta notablemente con el favorable desempeño económico. Este último, si se evaluara según los criterios de riesgo utilizados hasta los primeros años de la presente década, mostraría a Colombia como un excelente sujeto de crédito.

No obstante, desde mediados de 1987 se ha observado un descenso en las cotizaciones de los títulos de deuda colombiana en el mercado secundario, fecha que corresponde al aprovisionamiento masivo realizado por un número considerable de bancos comerciales. Consideramos que dicho descuento refleja únicamente transacciones muy marginales de bancos que decidieron retirarse asumiendo elevadas pérdidas y aceptando cotizaciones que no son representativas del valor presente del flujo esperado por el servicio de la deuda externa colombiana, máxime si se tiene en cuenta que el país ha mantenido sus obligaciones externas al día.

Con motivo de la última sindicación, las autoridades acordaron con la banca que una vez se completara la operación se buscaría diseñar, conjuntamente con los bancos, mecanismos innovadores para lograr reducciones voluntarias de deuda. Ello no se había hecho antes por varias razones. En primer lugar, porque las autoridades consideraban que este tipo de mecanismos no resolvía el problema central de financiamiento del sector público, en razón al monto de las amortizaciones que se requerían "reciclar" y, por el contrario, su "implementación" podría ser motivo de confusión e, inclusive, podría demorar la normalización de las relaciones financieras con los mercados internacionales de capital que estaba persiguiendo el país.

En segundo lugar, los eventuales montos de reducción a través de mecanismos de cambio de deuda por inversión o de recompra con descuento, similares a los existentes en otros países, no podrían ser muy significativos. No solamente por los menores descuentos y volúmenes transables de la deuda externa colombiana, sino por las pocas empresas públicas susceptibles de venderse. Finalmente, como se anotó en el primer punto, porque una política de "roll-over" o refinanciación de la deuda como la seguida por Colombia no es consistente con la existencia de un mecanismo institucional de recompra de deuda.

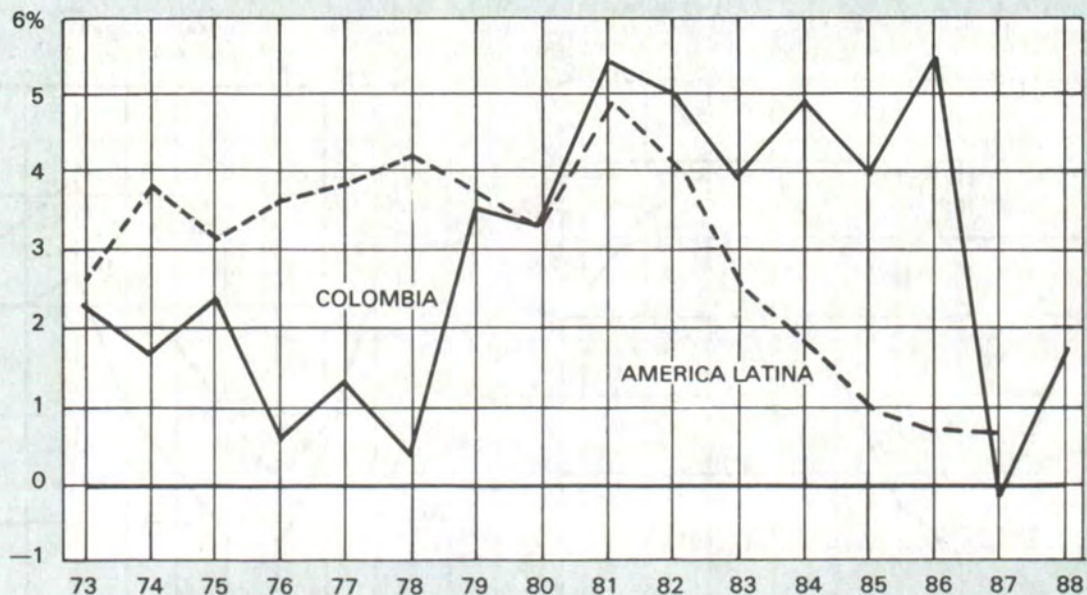
Sin embargo, la distinción cada vez más evidente entre las entidades bancarias que desean permanecer en el mercado y aquellas que están dispuestas a retirarse del país, aún con una elevada pérdida de capital, sugiere la conveniencia de ofrecerles un tratamiento diferencial, dentro de los lineamientos generales propuestos por el señor Brady, Secretario de Tesoro de los Estados Unidos. Ello le permitiría al país captar un descuento del que actualmente se están beneficiando algunos agentes privados y reducir los niveles previstos de las transferencias futuras.

De darse algún tipo de mecanismo de reducción de la deuda externa de nuestros países, especialmente a través del otorgamiento de recursos frescos, con el fin de recomprar papeles de deuda con descuento, un "buen deudo" como Colombia debería beneficiarse, especialmente si el mercado señala comportamientos divergentes entre sus bancos acreedores.

Para concluir, la estrategia seguida por Colombia ha dado sus frutos, aunque no ha estado exenta de costos (en términos de una inversión menor y un crecimiento,

por lo tanto más bajo) en razón a las transferencias netas realizadas y que deberá hacer el país en el futuro inmediato. Por ello, una solución duradera al problema del endeudamiento externo tiene que buscarse mediante una apertura de los mercados externos, mayor inversión privada en el país y menores tasas de interés internacionales. Para todo esto se requiere, de una parte, de la colaboración de los países desarrollados y, de otra, el mantenimiento de políticas macroeconómicas que hagan viable la estabilización y modernización de nuestras economías.

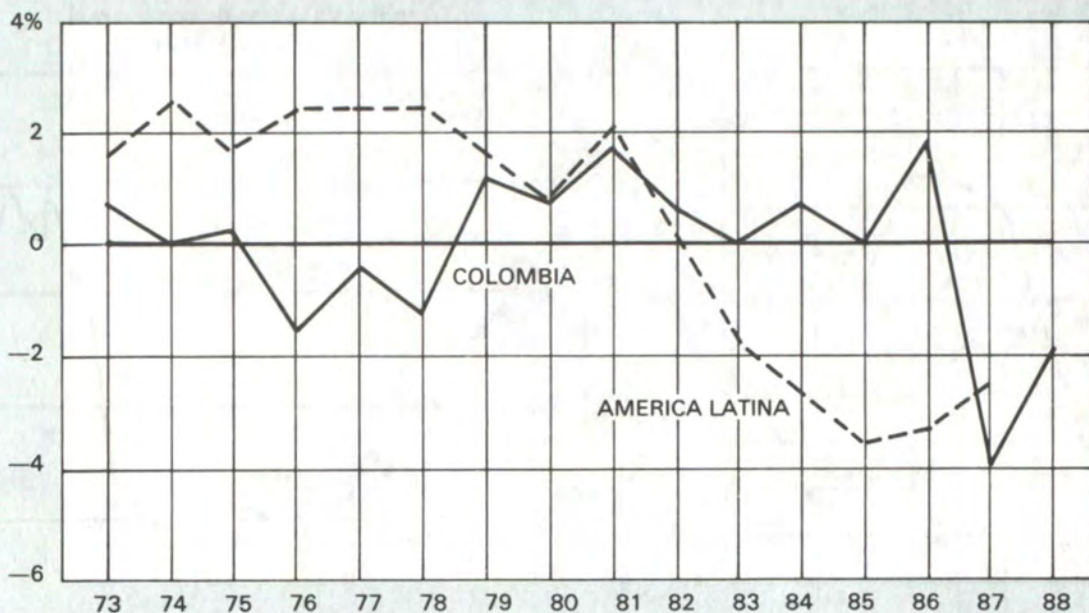
GRAFICO 1
Flujos netos de deuda externa
(Como porcentaje del PIB)



Definidos como la diferencia entre desembolsos y amortizaciones

Fuente: World Debt Tables / Banco Mundial
Investigaciones Económicas, Banco de la República.

GRAFICO 2
Transferencias financieras netas
(Como porcentaje del PIB)



Definidos como flujos netos menos intereses pagados

Fuente: World Debt Tables / Banco Mundial
Investigaciones Económicas, Banco de la República.

GRAFICO 3A
Crecimiento real del PIB
(porcentajes)

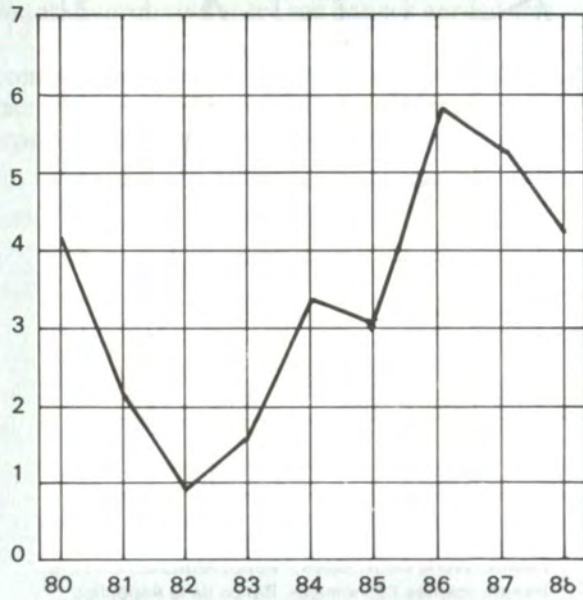


GRAFICO 3B
Balanza de pagos
(como % del PIB)

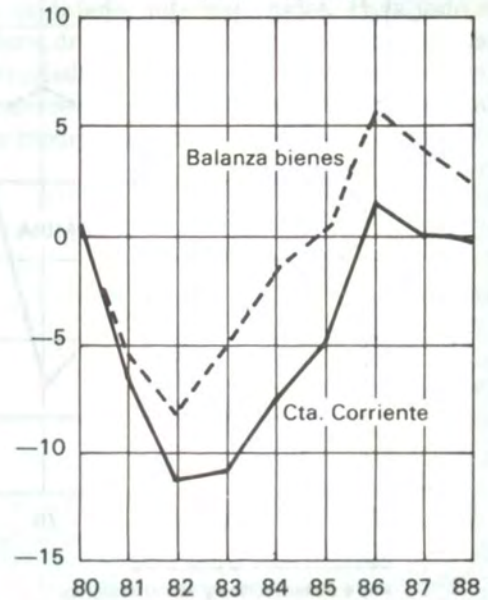


GRAFICO 3C
Déficit fiscal
(como % del PIB)

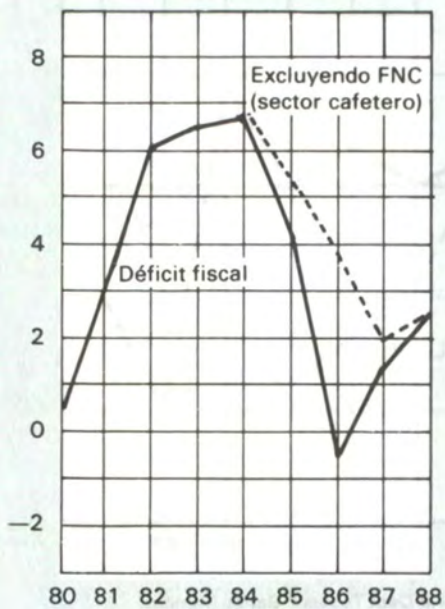


GRAFICO 3D
Índice de la tasa de cambio real
(Diciembre de 1986=100)



GRAFICO 4A

Reservas internacionales

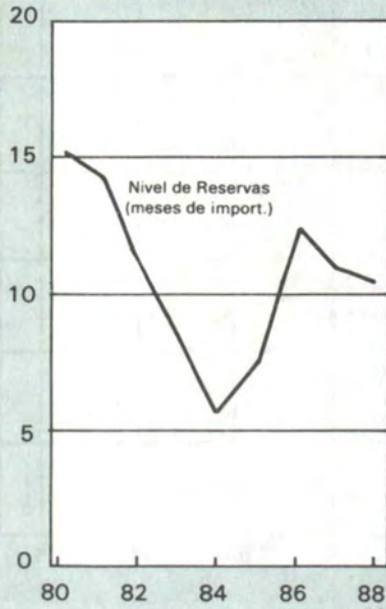


GRAFICO 4B

Endeudamiento externo

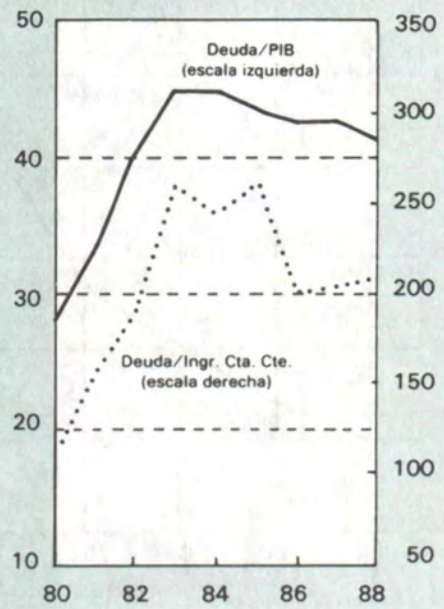


GRAFICO 4C

Intereses pagados
(como % del PIB)

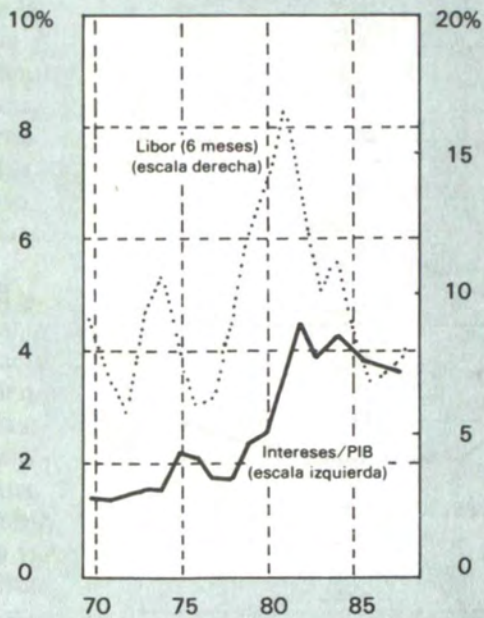


GRAFICO 4D

Coefficientes de servicio
(porcentajes)

