

Colombia frente a las Alternativas de Solución de la Deuda Externa

Mauricio Cabrera Gálvis

I. INTRODUCCION

América Latina atraviesa un momento particularmente difícil en la crisis de la deuda externa: después de siete años de aplicación de la receta tradicional, estrictos programas de ajuste macroeconómico, restructuración de las deudas vigentes, préstamos forzados y búsqueda de nuevos mecanismos para la movilización de recursos, la crisis no muestra síntomas de mejoría, mucho menos de desaparición. Por el contrario, como los huracanes que han azotado recientemente el Caribe, parece detenerse momentáneamente sólo para tomar fuerzas y arrancar con mayor intensidad. En efecto, los factores tales como la elevación de dos puntos en la tasa de interés internacional, la caída en los precios de algunos productos de exportación de la región, y muy particularmente el petróleo, y las presiones políticas internas en contra de los programas de ajuste, contribuyen a empeorar la situación y hacer cada vez más distante el

encuentro de una solución definitiva que alivie las dificultades de la región.

En estas circunstancias plantear el debate sobre las "Nuevas alternativas para el flujo de capitales en América Latina y el Caribe" es ante todo una clara manifestación del interés del sector privado latinoamericano por continuar buscando una salida para la crisis. Pero también el mismo enunciado del tema supone por lo menos dos ideas implícitas sobre la situación de la deuda en América Latina. En primer lugar, se está reconociendo que la región requiere un flujo de capitales positivo como condición indispensable para su crecimiento económico, el cual a la vez es requisito previo para que se pueda superar la crisis de la deuda en el futuro. En segundo lugar, se reconoce implícitamente que la estrategia tradicional (las viejas alternativas) para movilizar recursos de capital hacia los países latinoamericanos no ha sido exitosa o por lo menos ha sido insuficiente para este propósito.

Existe un tercer aspecto que no está implícito en el enunciado del tema, pero que no puede dejarse de lado en ninguna discusión sobre las nuevas alternativas para el flujo de capitales. Se trata de la discusión sobre los mecanismos para el alivio de la deuda, y más concretamente para la captu-

* Este artículo fue presentado al "Encuentro del Sector Privado de América Latina y el Caribe frente a la Crisis del Endeudamiento Externo", organizado por ACOI y PNUD, que tuvo lugar en la Cámara de Comercio de Bogotá en octubre de 1988. El autor es ex-Director de Crédito Público y Decano de la Facultad de Economía de la Universidad Externado de Colombia.

ra del descuento por parte de los países deudores, cuya importancia es hoy en día generalmente reconocida.

En el análisis de estos temas el estudio del caso colombiano resulta de particular interés, por cuanto Colombia ha sido un caso excepcional en América Latina: es el único país que a lo largo de todos los años de la crisis ha logrado cumplir sus obligaciones externas, y a la vez mantener tasas de crecimiento positivas y flujos netos de capitales también positivos. No ha sido sin embargo un proceso fácil ni carente de dificultades; por el contrario, a lo largo de todos estos años y muy especialmente a partir de 1984, las negociaciones con la banca comercial han sido particularmente complejas. Más aún, en el preciso momento de escribir estas notas no se conoce todavía el resultado de las negociaciones que se adelantan con estas instituciones para obtener de manera voluntaria la refinanciación de las amortizaciones que debe pagar el país en 1989 y 1990.

Haciendo abstracción de esta incertidumbre, y de las consecuencias que pueda tener el resultado de las negociaciones para la situación general de la deuda en la región, conviene plantear y tratar de responder varias preguntas sobre el caso colombiano.

—¿Cuál ha sido el mecanismo utilizado por Colombia para garantizar a lo largo de todos estos años un flujo neto de capitales?

—¿Es posible que en las actuales circunstancias Colombia pueda lograr su objetivo de no convertirse en un exportador neto de capitales, es decir mantener la tendencia de los años anteriores?

—¿Qué alternativas existen para que un país como Colombia pueda continuar recibiendo recursos de crédito externo en una cuantía superior a la amortización de su deuda?

—¿Cuál debe ser la posición de Colombia frente a la tendencia generalizada en Latinoamérica de utilizar mecanismos para

capturar el descuento con que se negocian las acreencias en los mercados secundarios y así obtener un alivio real y efectivo de la deuda?

El propósito del presente documento es tratar de aportar algunos elementos para la respuesta de estos interrogantes en el caso específico colombiano, y al mismo tiempo examinar cuáles de éstos tienen aplicación para otros países latinoamericanos. Para este propósito, se examina en la primera sección el menú de alternativas que ha sido propuesto para América Latina a partir de la insuficiencia constatada de los mecanismos tradicionales, y de las estimaciones cuantitativas del monto de recursos que requiere la región para los próximos años. La principal conclusión de esta sección será que cualquier menú de alternativas debe incluir entre sus componentes principales mecanismos para el alivio directo de la deuda. En este marco de referencia la segunda sección se dedica a estudiar el caso colombiano, haciendo un breve recuento histórico de los mecanismos utilizados en los años anteriores para la contratación de recursos de crédito externo, y planteando después los problemas y perspectivas que enfrenta Colombia en el futuro próximo.

II. FLUJOS DE CAPITALES PARA EL CRECIMIENTO ECONOMICO EN AMERICA LATINA: EL MENU DE OPCIONES

A. Insuficiencia de las alternativas tradicionales

Uno de los hechos más evidentes en la evolución reciente de América Latina ha sido la drástica disminución de los flujos netos de crédito (desembolsos menos amortizaciones) hacia la región, y el consiguiente aumento de la transferencia de recursos hacia el exterior. En efecto, y como se puede apreciar en las cifras del Cuadro 1, mientras en 1982 los países latinoamericanos recibieron desembolsos netos de crédito por un valor cercano a los US\$30.000 millones, en 1986 se habrían reducido a sólo US\$4.600 millones. Los principales responsables de

CUADRO 1
AMERICA LATINA Y EL CARIBE
INDICADORES DE DEUDA EXTERNA Y CRECIMIENTO

	1982	1983	1984	1985	1986	Acumulado 1982- 1986
TASAS DE CRECIMIENTO¹						
PIB per cápita	-3.4	-4.8	1.4	1.1	1.4	-4.5
Exportaciones	-8.8	0.1	11.7	-6.0	-15.2	-18.8
Importaciones	-19.8	28.5	4.1	0.3	2.1	-39.0
SITUACION DE LA DEUDA EXTERNA² (US\$ millones)						
Saldo total	332,029	359,650	376,902	386,437	399,424	
Flujos Netos	29,315	15,880	14,037	6,575	4,593	70,400
Desembolsos	50,579	31,005	28,856	20,066	19,788	150,016
Amortizaciones	21,264	15,125	14,549	13,491	15,187	79,616
Pagos de Intereses	27,212	25,448	28,467	28,529	26,633	136,289
Transferencia neta	2,103	-9,568	-14,330	-21,954	-20,040	-65,789
INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO²						
Deuda/ Exportaciones	268.9	304.7	287.9	308.9	367.4	
Deuda/PNB	48.4	60.7	60.9	62.3	61.3	
Transferencias/PNB	0.3	-1.6	-2.3	-3.5	-3.4	

Fuentes:

1/ CEPAL: *Balance preliminar de la economía latinoamericana 1987*

2/World Bank: *World Debt Tables*, 1987 - 1988 edition.

esta situación fueron los prestamistas privados, que mientras aportaron casi US\$24.000 millones en el primero de los años citados, cuatro años después desembolsaron US\$ 1.000 millones menos que las amortizaciones que recibieron. Por su parte, el total de las transferencias netas de recursos (que incluye también el pago de interés) entre la región y el resto del mundo, pasó de ser positivo en unos US\$ 2.000 millones, a un valor negativo de cerca de US\$22.000 millo-

nes, cifra que representa cerca del 3% del producto nacional bruto de la región.

Lo más grave de esta evolución es que la disminución de los flujos de crédito externo ha ido acompañada de una reducción del nivel de vida de los países como consecuencia de los drásticos programas de ajuste macroeconómico adoptados en la mayoría de ellos, sin que se haya producido ninguna mejoría en la situación global de

endeudamiento. Por el contrario, los principales indicadores de endeudamiento de la región, que también aparecen en el Cuadro 1 muestran una continua tendencia al deterioro desde el momento en que se inició la crisis de la deuda en 1982. En estos años la deuda externa pasó de ser equivalente a 2.7 veces el valor de las exportaciones de la región a 3.7 veces, mientras que como proporción del producto nacional bruto pasó del 48% al 61%. A su vez, los pagos de intereses correspondientes a la deuda pública, que en 1982 absorbían el 15% del total de las exportaciones de bienes y servicios, cuatro años más tarde habían incrementado su participación hasta el 20% del mismo total. Por paradójico que parezca, la deuda externa de los países latinoamericanos y del Caribe se incrementó en un 20% en estos años, pero debe recordarse que buena parte de este incremento se debe a las modificaciones de la tasa de cambio del dólar frente a las monedas de los demás países industrializados, es decir que hoy los países de la región deben más sin haber recibido nuevos recursos.

El conjunto de estos indicadores contrasta de manera muy clara con los objetivos explícitos de la estrategia predominante para el manejo de la crisis de la deuda externa a lo largo de estos años. Desde 1982, y con ligeras variantes y modificaciones, se ha puesto en práctica una estrategia cuyos principales objetivos han sido los siguientes:

- a) Se trataba de recuperar el acceso de los países en desarrollo con altos niveles de endeudamiento a los mercados voluntarios de capitales, para la cual era condición indispensable que tuvieran la capacidad de pagar la totalidad de los créditos vigentes.
- b) Al mismo tiempo se buscaba reactivar el proceso de crecimiento económico en los países en desarrollo, para lo cual se exigió a estos países la adopción de estrictos programas de ajuste macroeconómico, que deberían ser apoyados con flujos crecientes de capital externo, y un

crecimiento sostenido en los países industrializados.

- c) Finalmente, se pretendía evitar quiebras masivas de los bancos comerciales internacionales producidas por una cartera de dudoso recaudo para la cual no tenían las provisiones suficientes, y de esta manera reducir la vulnerabilidad del sistema financiero internacional; para esto los bancos tuvieron que realizar lo que se llamó "préstamos defensivos", es decir, créditos nuevos hechos con el propósito de aumentar la probabilidad de obtener el repago de los préstamos viejos.

De los tres objetivos, solamente el tercero se ha alcanzado: el conjunto de los países latinoamericanos se encuentra hoy más lejos de la posibilidad de retornar al mercado voluntario de capitales, su situación económica interna no es mejor que la que tenía al iniciar la crisis de la deuda, y no han mejorado su capacidad de pago. Estos hechos han conducido a la búsqueda de nuevas estrategias y nuevas alternativas para el manejo del problema de la deuda.

B. Las necesidades de flujos de capital para sostener el crecimiento económico de América Latina

Ya es un lugar común generalmente aceptado que la única salida duradera y equitativa a la crisis de la deuda externa es el crecimiento sostenido de los países deudores. También se acepta hoy sin ninguna discusión que para lograr este objetivo es necesario que los países deudores, y en particular los del área de América Latina, tengan un flujo de capitales externo positivo y que se minimicen las transferencias netas de recursos hacia el exterior. En materia de créditos externos este criterio se traduce en una situación en que los desembolsos sean mayores que las amortizaciones, de manera que sirvan para compensar parcialmente el pago de intereses.

No han sido muchas las cuantificaciones precisas de este consenso conceptual; una de las pocas disponibles es la realizada por el Banco Mundial para el conjunto de los

17 "Países Altamente Endeudados" (PAE). El Banco estima que si este grupo de países desea mantener un ritmo de crecimiento anual entre el 4% y 5%, tendrá un déficit agregado en la cuenta corriente de sus balanzas de pagos cercano a los US\$15.000 millones anuales durante los próximos tres años, suponiendo que las condiciones del comercio internacional no se deterioren y que se continúen aplicando los programas de ajuste macroeconómico que se han diseñado para estos países. Para calcular el monto de recursos de capital que requerirán los PAE en los próximos años, el Banco supone también que estos deberán incrementar el monto de sus reservas internacionales en unos US\$2.000 millones anuales, de manera que sus necesidades de financiación ascenderán a unos US\$17.000 millones anuales.

En cuanto a las posibles fuentes de recursos externos, el Banco estima que la inversión privada y la ayuda oficial pueden proveer entre US\$3.000 y US\$4.000 millones anuales, de manera que cada año se requieren créditos externos netos por una cuantía cercana a los US\$14.000 millones. De acuerdo con sus propias proyecciones, el Banco Mundial calcula que las entidades multilaterales y bilaterales proveerán un máximo de US\$5.000 millones, de manera que los bancos comerciales deberán otorgar créditos frescos por una cuantía anual de US\$9.000 millones.

El monto total de créditos nuevos equivale a un crecimiento anual del saldo nominal de la deuda del orden del 3,5%, incremento que escasamente compensa la inflación internacional, de manera que el saldo real de la deuda permanecerá constante en los próximos años. En estas circunstancias y teniendo en cuenta que el crecimiento económico de los PAE va a ser del 4% al 5% anual, se espera que todos los indicadores de endeudamiento de este grupo de países muestren una clara mejoría.

La pregunta que surge inmediatamente es si estos estimativos tienen alguna probabilidad de llegar a ser realidad, es decir si es

factible obtener de los distintos prestamistas internacionales este volumen de recursos de crédito. A juzgar por la experiencia de años recientes, la probabilidad es muy baja: a pesar de que el plan Baker señalaba como su objetivo la movilización de créditos netos por valor de US\$20.000 millones anuales, el grupo de diecisiete PAE tan sólo recibió US\$7.600 millones en 1985 y US\$6.400 millones en 1986; y la participación de los bancos comerciales en este flujo fue de US\$2.300 y US\$300 millones respectivamente. La confrontación entre las necesidades de recursos de crédito de los países en desarrollo y la realidad de lo que ha ofrecido el mercado a través de los mecanismos tradicionales ha sido uno de los principales motivos para la búsqueda de nuevas alternativas que permitan alcanzar los volúmenes de recursos requeridos por los países en desarrollo.

C. El menú de 'nuevas' alternativas

En los primeros años de la crisis de la deuda los mecanismos utilizados para movilizar recursos de los bancos comerciales se reducían a dos: de una parte, la reestructuración de los créditos vigentes, ampliando los plazos y modificando los términos y condiciones financieras y, de otra, la realización de préstamos "forzados" en los cuales se presionaba a cada uno de los bancos acreedores para que participara en el otorgamiento de dinero fresco en un porcentaje equivalente a su participación en el total de las acreencias antiguas. Estos mecanismos fueron acompañados de préstamos de las agencias multilaterales y bilaterales, y sufrieron una evolución considerable en lo que se refiere a las condiciones financieras, por cuanto los países deudores fueron logrando condiciones cada vez menos onerosas, especialmente en lo que se refiere a las tasas de interés y el pago de comisiones. Por su parte, los bancos acreedores lograron un manejo contable que les permitió diferir la realización de provisiones frente a una cartera de dudoso recaudo, y desde el punto de vista financiero lograron modificar la composición de la canasta de monedas de los préstamos, reduciendo sustancial-

mente el monto de crédito en dólares, con lo cual transfirieron a los países deudores el riesgo cambiario en circunstancias en que se esperaba y efectivamente se dio una fuerte devaluación de la moneda americana.

Si bien las reestructuraciones de la deuda vigentes no presentaban mayor dificultad, por cuanto los bancos acreedores no tenían ninguna alternativa distinta a participar en ellas, la consecución de créditos nuevos sí fue tornándose cada vez más difícil en la medida que era difícil lograr la participación del 100% de los acreedores. De esta manera el problema de los llamados "free riders" se convirtió en uno de los obstáculos más serios para el otorgamiento de créditos nuevos a través del mecanismo de préstamos forzados. Frente a esta dificultad han aparecido en el mercado una serie de mecanismos alternativos, conocidos con el nombre de "menú de opciones", orientados a facilitar la participación de todos los bancos en la reestructuración y el otorgamiento de créditos nuevos.

- Resulta interesante clasificar las múltiples alternativas del menú de acuerdo con el tipo a que se refieren, de manera que se pueden establecer dos grupos perfectamente diferenciados: en primer lugar, el de aquellos instrumentos orientados a la conversión de la deuda vigente y, en segundo lugar, el de los instrumentos orientados a la movilización de recursos nuevos adicionales a los créditos vigentes. Sin entrar a la descripción detallada de cada uno de los mecanismos, que se supone suficientemente conocida, se presentan a continuación los dos grupos.

a) Mecanismos para la deuda vigente:

- Reestructuración (modificación de plazos monedas y condiciones financieras).
- Représtamos.
- Conversión de deuda en títulos valores
- Canjes de deuda (*Swaps*):
 - * Deuda por inversión
 - * Deuda por exportaciones
 - * Deuda por fines benéficos
- Ofertas de intercambio de deuda con colateral.

b) Mecanismos para movilizar créditos frescos:

- Préstamos de balanza de pagos
- Créditos de comercio y de proyectos
- Capitalización de intereses
- Cofinanciamiento con entidades multilaterales
- Préstamos contingentes a la evolución de ciertos indicadores económicos (por ejemplo precio de productos de exportación).
- Emisión de bonos
- Bonos con condiciones financieras ligadas a los precios de los productos de exportación.
- Bonos convertibles en inversión.

Al examinar la lista de opciones, y la forma cómo han ido surgiendo en el mercado, se puede afirmar que todas las del primer grupo, con excepción de la reestructuración tradicional, representan alternativas diseñadas por los bancos acreedores con el propósito claro de disminuir inmediatamente el nivel de su exposición crediticia en los países en desarrollo, o por lo menos de tener la deuda representada en instrumentos transables (títulos valores) que les haga más fácil disminuir esta exposición en el futuro, aun a costa de tener que aceptar significativos descuentos por el valor de estas deudas en el mercado secundario. En lo que se refiere al segundo grupo de opciones, todas ellas, con excepción de los créditos de apoyo a la balanza de pagos (hoy prácticamente desaparecidos) tienen el común denominador de ser mecanismos de mejoría o cualificación de los créditos (*credit enhancement*) diseñados por los acreedores para mejorar la calidad de sus portafolios, especialmente en lo que se refiere a garantías, liquidez y transferabilidad de los instrumentos de crédito. Se trata pues en ambos casos de un menú para los acreedores que sólo por coincidencia puede llegar a satisfacer las necesidades específicas de los deudores.

D. Los mecanismos para el alivio de la deuda

La adición más reciente al menú oficial de opciones para el manejo de la deuda ex-

terna de los países en desarrollo son los mecanismos orientados a un alivio de la deuda a través de la captura directa del descuento con que se negocian las acreencias en el mercado secundario por parte de los países deudores. El ejemplo más conocido de esta clase de mecanismos es la emisión de bonos con colateral realizada por el gobierno mexicano a principios de este año, con el propósito de intercambiarlos por deudas vigentes con un descuento.

La característica más importante de estos mecanismos es que ellos producen un alivio de la deuda para el país deudor, es decir una disminución del valor presente (descontado) de las acreencias y por lo tanto una reducción de su servicio. A diferencia de la restructuración tradicional, estos mecanismos disminuyen efectivamente el servicio de la deuda y no sólo lo difieren en el tiempo. Debe recordarse también que el hecho mismo de la negociación de la cartera latinoamericana con un descuento en los mercados secundarios no produce necesariamente un alivio para el país deudor si este descuento no es capturado directamente por el país; en otras palabras, la pérdida que asume el banco vendedor de la cartera no representa de manera inmediata una ganancia para el país a no ser que sea éste quien haya capturado el descuento.

Es claro que los mecanismos de alivio de la deuda no constituyen una idea reciente, puesto que desde los primeros debates al inicio de la crisis estuvieron presente alternativas de este tipo; lo que es novedoso es su inclusión en el menú oficial como puede verse en la siguiente cita:

"El suministro de dinero nuevo por parte de la comunidad bancaria sigue siendo un elemento esencial (de la estrategia frente a la deuda externa), pero al mismo tiempo es cada vez más relevante para los paquetes financieros incluir operaciones orientadas a reducir el saldo actual de la deuda. Esto es visto como un elemento que tiene validez general y que aplica tanto en el caso de los países que no están muy lejos de retornar al mercado de capitales, como en casos en los

cuales el nivel de endudamiento permanece como un obstáculo insuperable para retornar a formas convencionales de financiamiento en una perspectiva de mediano plazo".

La cita anterior no corresponde al discurso de un ministro de Hacienda de un país latinoamericano agobiado por las deudas, ni al comunicado de un partido de oposición de cualquiera de nuestros países, sino nada menos que al discurso del señor Camdessus, director gerente del Fondo Monetario Internacional ante la pasada asamblea del Banco Mundial y el FMI en Berlín; más aún, según sus mismas palabras, esta posición no es sólo su idea personal sino que refleja la posición del Directorio Ejecutivo del Fondo.

El mismo gobierno de los Estados Unidos, que había mantenido una posición cautelosa y de oposición frente a los mecanismos de reducción de la deuda, ya reconoce que éstos deben formar parte del menú de opciones para solucionar el problema; así lo afirmó el secretario del Tesoro, Nicolás Brady, en la misma reunión anual del FMI y el Banco Mundial:

"La respuesta (a los problemas de la deuda) ha sido el enfoque del menú el cual ofrece un conjunto innovativo de oportunidades para financiación nueva, arreglos cooperativos con instituciones financieras internacionales y técnicas que contribuyen al crecimiento, y que también tienen el beneficio de la reducción de la deuda".

Si América Latina venía planteando con cierta timidez y cautela la utilización de mecanismos orientados a la reducción del saldo de su deuda, es necesario reconocer que estos mecanismos ya han sido aceptados hoy universalmente y al más alto nivel, y por lo tanto deben redoblar los esfuerzos, la imaginación y la ingeniería financiera hacia el diseño de este tipo de alternativas que producen en beneficio real en la situación de nuestros países, disminuyen las necesidades de flujos de recursos y facilitan

el retorno de nuestros países al mercado voluntario de capitales.

III. EL MENU DE OPCIONES PARA COLOMBIA

Frente a esta evolución típica en América Latina, el caso de Colombia aparece con notables diferencias no sólo por ser de los pocos países que no ha reestructurado su deuda con bancos comerciales, y que se ha mantenido al día en el cumplimiento de sus obligaciones, sino porque al mismo tiempo logró mantener tasas de crecimiento positivas y flujos netos de capitales también positivos. Para entender estas diferencias conviene hacer un rápido recuento histórico de cómo Colombia ha manejado sus negociaciones de crédito con sus acreedores internacionales y examinar las opciones disponibles para el futuro inmediato. Una conclusión que se puede anticipar es que a pesar de las diferencias en el pasado, el futuro del acceso de Colombia al mercado internacional de capitales presentará cada vez más similitudes con la situación de los demás países de la región, por lo menos en cuanto a las opciones que están efectivamente disponibles para el país.

A. Crisis y proceso de ajuste: el Crédito Jumbo

Al iniciarse la crisis de la deuda externa de la región en agosto de 1982, la situación de la cuenta de capital de la balanza de pagos colombiana aparecía totalmente despejada: en este año registró un superávit cercano a los US\$2.200 millones, de los cuales cerca de US\$1.300 millones correspondieron a desembolsos netos de créditos de mediano y largo plazo tanto para el sector público como para el sector privado. Esta situación, junto con el alto nivel de las reservas internacionales del país, que superaban los US\$ 5.000 millones, es decir que cubría aproximadamente un año de importaciones de bienes, motivó al gobierno a tomar la decisión de no acudir al mercado internacional de capitales en busca de más recursos, precisamente porque se observaba una situación de total confusión en este mercado después del anuncio mexicano de suspender el

pago de su deuda. A pesar de esta decisión, en 1983, gracias al desembolso de los créditos contratados con anterioridad, y a los nuevos empréstitos de entidades multilaterales y bilaterales, se volvió a registrar un superávit en la cuenta de capitales, en esta ocasión por US\$1.100 millones.

En la segunda mitad de 1983 el gobierno decidió acudir al mercado, y con la coordinación del Chemical Bank se sindicó exitosamente un crédito por US\$210 millones. Este crédito, firmado el 1o. de noviembre de 1983 y desembolsado a principios de 1984, se constituyó en el último crédito totalmente voluntario otorgado por la comunidad bancaria a un país latinoamericano.

Por la misma época la economía colombiana había empezado a dar muestras de profundos desajustes estructurales, como por ejemplo un déficit fiscal que se acercaba al 70% del PIB y un continuado y creciente déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que por dos años consecutivos (1982-1983) superó los US\$ 2.800 millones, de manera que a pesar de los buenos resultados de la cuenta de capital, se estaba produciendo un rápido descenso de las reservas internacionales del país, que al iniciarse 1984 tan sólo ascendían al 50% del valor registrado dos años atrás. Adicionalmente, el gobierno necesitaba cuantiosos recursos de crédito para la culminación de importantes proyectos de inversión en el sector de petróleos y de carbón. En estas circunstancias se decidió acudir a los bancos internacionales para solicitar un crédito por US\$1.000 millones, que cubriera las necesidades de financiamiento externo del país hasta el año 1986. La respuesta inicial de los bancos fue un claro y categórico rechazo a la solicitud, a la vez que plantearon la necesidad de un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, para que esta entidad suministrara parte de los recursos requeridos por el país y a la vez se aplicara un programa de ajuste que eliminara los desequilibrios estructurales de la economía.

Aún antes de esta respuesta, y sin necesidad de llegar a un acuerdo formal con el

FMI, el país había empezado la aplicación de un riguroso programa de ajuste y estabilización para el crecimiento, cuyos resultados fueron de gran éxito: para no citar sino unos ejemplos, entre 1984 y 1986 el déficit fiscal pasó de ser aproximadamente el 7% del PIB a una situación de superávit de 0.4% del PIB; la balanza comercial, que había registrado un déficit superior a los US\$2.000 millones en 1982, pasó a una situación de superávit de US\$1.900 millones en 1986, y la cuenta corriente de la balanza de pagos pasó de una situación de déficit de US\$2.800 millones a un superávit de US\$500 millones en los mismos años. Consecuentemente, las reservas internacionales, que habían descendido a sólo US\$1.600 millones al promediar 1984, ascendieron rápidamente hasta US\$3.500 millones dos años más tarde. Al mismo tiempo se aceleró el crecimiento del PIB, que de ser sólo el 2% en 1984 pasó a ser el 5% en 1986 y 1987¹.

Simultáneamente con las primeras etapas de aplicación de este programa el gobierno adelantaba un largo y complejo proceso de negociaciones con un comité de doce bancos, el cual concluyó a mediados de 1985 con la respuesta positiva y el compromiso de este grupo de bancos de sindicarse para Colombia un crédito por US\$1.000 millones, el cual representaba un incremento cercano al 8% de la exposición crediticia de la banca comercial en el país. Esta operación se conoció con el nombre de "Crédito Jumbo".

El mecanismo escogido por el comité de bancos para la sindicación fue la aplicación de una fórmula de participación según la cual cada uno de los bancos acreedores de Colombia debía contribuir al crédito con una suma equivalente al monto de las amortizaciones de la deuda pública que

recibiría en 1985 y 1986, además con el 7.5% del saldo de su exposición crediticia en el país en diciembre de 1984. La aplicación de esta fórmula condujo a que el proceso de sindicación del crédito fuera más largo de lo esperado, pues a pesar de contar con el abierto e irrestricto apoyo de las entidades multilaterales (FMI, Banco Mundial y BID) así como de las autoridades financieras de los principales países industrializados, se presentaron dificultades para convencer a todos los bancos sobre la conveniencia de participar en esta operación. Al final, el esfuerzo conjunto de todos los actores envueltos en el proceso de sindicación condujo a la obtención de los US\$1.000 millones solicitados, y a la firma del contrato de crédito el 17 de diciembre de 1985. Cabe anotar que, a la vez que el gobierno adelantaba estas negociaciones con sus acreedores internacionales, el sector privado procedía a una amplia restructuración de sus créditos de mediano y largo plazo con los mismos acreedores.

B. El retorno transitorio al mercado y las dificultades del Crédito Concorde

Hacia mediados de 1986 la situación había cambiado radicalmente: los excelentes resultados del programa de ajuste, más la ayuda de la minibonanza cafetera de ese año, habían vuelto a llevar a la balanza de pagos a una situación de superávit, con lo cual poco a poco se fue restableciendo la confianza de la banca internacional en el país. A tal punto cambió la situación, que el gobierno comenzó a recibir ofertas para retornar al mercado de capitales: en particular, aparecieron oportunidades para ir al mercado japonés, oportunidades que el gobierno decidió aprovechar realizando una emisión privada de bonos en el mercado de capitales de Tokio por una suma de 6.000 millones de yenes (aproximadamente unos US\$40 millones). La emisión fue colocada exitosamente entre inversionistas institucionales y bancos privados del Japón, con lo cual Colombia marcó dos hitos importantes: en primer lugar, fue el retorno del país al mercado de valores japonés, después de catorce años de ausencia, pues la primera y

¹ Por supuesto una parte de estos resultados es atribuible a un factor exógeno, a saber, la minibonanza registrada por el incremento de los precios internacionales del café en 1986, pero aún después de descontar este fenómeno los resultados del programa de ajuste continúan siendo muy positivos.

única incursión que Colombia había realizado en este mercado había sido en 1973. En segundo lugar, se trataba también de la primera colocación voluntaria de papeles de un país latinoamericano desde el inicio de la crisis en agosto de 1982. La emisión se realizó con el liderazgo con el Banco Industrial del Japón.

También hacia mediados de 1986 Colombia logró obtener un pequeño crédito sindicado por US\$50 millones otorgado por un grupo de bancos europeos y coordinado por Samuel Montagu, recursos que fueron destinados a la culminación del proyecto hidroeléctrico de Betania. El mismo banco agente ya había realizado en 1985 otra operación pequeña, por US\$52 millones para el proyecto hidroeléctrico de Jaguas, pero en ese caso se trataba de una operación de cofinanciación con el Banco Interamericano de Desarrollo, razón por la cual no podría considerarse como una operación de crédito de riesgo ciento por ciento voluntario. Sin embargo estos dos créditos también demostraron la apertura y receptividad del mercado europeo hacia las solicitudes de Colombia.

Durante el segundo semestre de 1986 el nuevo gobierno de Colombia concentró sus esfuerzos en el desembolso de los recursos del Crédito Jumbo, objetivo que se logró en dos etapas: la primera en septiembre y la segunda en diciembre de dicho año. La situación económica evolucionaba de una manera tan positiva, y la actitud de los bancos y el mercado hacia Colombia aparecía tan abierta que el gobierno tomó la decisión de cancelar una pequeña parte, US\$40 millones, del Crédito Jumbo que estaban originalmente destinados a Caribacol, puesto que en flujo de fondos de esta empresa no eran esenciales. Continuando esta tendencia, en abril de 1987 Colombia decidió dar un paso más en su estrategia de retorno al mercado voluntario de capitales, y realizó con total éxito una emisión de pagarés de Tasa Flotante (FRN) agenciada por City Corp. Aunque la emisión fue de tamaño pequeño para los patrones del mercado, tan sólo US\$50 millones, lo significativo

fue colocar en su totalidad a la par, hecho realmente importante si se tiene en cuenta que en los mismos momentos se transaban papeles de otros países latinoamericanos con descuentos de 40, 50 y hasta 80%. Esta operación demostró así que el mercado tenía receptividad para papeles de Colombia a un precio del 100%.

Tan pronto se culminó esta emisión, el gobierno colombiano inició contactos y discusiones con sus principales bancos acreedores para decidir la forma como debía captar los recursos de crédito de la banca comercial necesarios para el período 1987-88. Dentro de la estrategia escogida por el gobierno colombiano, el objetivo era buscar créditos nuevos de la banca comercial en una cuantía equivalente a las amortizaciones que debía cancelar a estos acreedores el sector público colombiano. Después de descontar los recursos recibidos por la emisión de FRN y los provenientes de créditos ya contratados con bancos comerciales para proyectos específicos, se llegó a una suma de US\$1.060 millones que se definió como el objetivo a obtener de los bancos comerciales.

En las discusiones iniciales con los bancos se plantearon dos alternativas para obtener estos recursos. De una parte, continuar con la estrategia de acudir al mercado en operaciones independientes y totalmente voluntarias, algunas de las cuales podría tener el apoyo del Banco Mundial o del BID en la forma de cofinanciamientos, o de otra parte tratar de realizar una sola operación con la mayoría de los bancos acreedores, de manera que se asegurara de una vez por todas el monto total de los recursos necesarios para el bienio. Siguiendo el consejo de los bancos, y contando con el apoyo de las entidades multilaterales de crédito y de los gobiernos de los principales países industrializados, el gobierno colombiano optó por la segunda alternativa y se inició el proceso de negociación del Crédito "Concorde", llamado así porque se esperaba que fuese mucho más rápido y ágil que el Crédito Jumbo.

Teniendo en cuenta que los US\$1.060 millones tan sólo representaban el 80% de

las amortizaciones que debían pagarse a los bancos comerciales en esos dos años, y que el ambiente del mercado aparecía receptivo a las solicitudes colombianas, el gobierno planteó desde un primer momento su intención de realizar una operación de crédito voluntaria en la cual se evitaran los principales problemas y dificultades que enfrentó el Crédito Jumbo al tratar de comprometer a todos los acreedores del país.

Después de unas rápidas negociaciones con el Comité de bancos líderes, en las cuales se acordaron los términos y condiciones financieras del préstamo, se dio inicio al proceso de sindicación, el cual se esperaba que culminara rápidamente y sin contratiempos. Desafortunadamente, las circunstancias externas no fueron propicias y el optimismo con que se había iniciado el proceso rápidamente se desvaneció: factores tales como la decisión del Citybank de incrementar en US\$3.000 millones sus reservas para provisiones frente a posibles pérdidas de cartera de países en desarrollo, la moratoria declarada por Brasil en el pago de los intereses de su deuda externa y el colapso de las bolsas de valores de octubre de 1987 contribuyeron a crear un ambiente poco propicio y hacer extremadamente difícil el proceso de sindicación. A pesar del extraordinario apoyo de los principales bancos acreedores y de la intervención directa de las entidades multilaterales y de las autoridades financieras de Estados Unidos, Alemania, Francia, Japón e Inglaterra, no fue posible convencer a la totalidad de los acreedores de Colombia de la conveniencia de participar en este crédito, quedando así por fuera un grupo de "free riders" que redujeron el monto suscrito en más de US\$100 millones. Ante esta situación y frente a la perspectiva inminente de una restructuración de la deuda externa colombiana, los principales bancos acreedores decidieron incrementar el monto de su participación, llegándose a una cifra de US\$1.000 millones, la cual fue aceptada por el gobierno colombiano, procediéndose a la firma del contrato de empréstito el 8 de enero de 1988.

C. Ventajas y desventajas de ser un "buen prestatario"

Desde hace varios años la restructuración de la deuda externa ha sido tema de amplio debate en Colombia, pues existe una corriente de opinión que plantea que en lugar de la estrategia seguida hasta ahora por el gobierno hubiera sido más benéfico para el país proceder a restructurar sus deudas con los bancos comerciales, como lo han hecho la gran mayoría de los países latinoamericanos. En la perspectiva de este artículo debe evaluarse el éxito o fracaso de la estrategia seguida a la luz de dos criterios principales: en primer lugar si fue efectiva para movilizar el flujo de capitales que requiera el país, y en segundo lugar si ha contribuido a restaurar el acceso de Colombia al mercado voluntario de capitales.

En cuanto al primer criterio, no existe ninguna duda que la estrategia de ser un buen prestatario ha dado frutos para Colombia, y que le permitió al país obtener importantes flujos positivos de créditos externos entre 1984 y 1988. Como se aprecia en las cifras del Cuadro 2, la diferencia entre los desembolsos recibidos y las amortizaciones pagadas ascendió en estos años US\$5.360 millones, con un promedio anual superior a los US\$1.000 millones. La cuantía de estos flujos netos ha permitido compensar parcialmente los pagos hechos por intereses, que en los mismos años han sido superiores a los US\$6.600 millones, de manera que la transferencia neta de recursos al exterior fue en promedio de sólo US\$250 millones por año, es decir menos del 0.7% del PIB. Esta evolución del total de la deuda externa también se produjo en el caso de los bancos comerciales, prestamistas que han contribuido con unos US\$1.500 millones netos al sector público colombiano, y US\$300 millones al saldo total de la deuda externa del país.

Para 1987-1988 las cuantías de los flujos son bastante inferiores al promedio de todo el período (tan sólo US\$400 millones por año), pero no por restricciones de recursos de crédito, sino por la decisión ex-

CUADRO 2
COLOMBIA:
INDICADORES DE DEUDA EXTERNA
(US\$ millones)

	1984	1985	1986	1987	1988*	Total
BANCA COMERCIAL,						
NETO¹	411	92	942	-330	349	1,464
Desembolsos	617	376	1,358	292	1,238	3,881
Amortizaciones	206	284	416	622	889	2,417
FLUJO NETO²	1,360	1,270	1,918	-101	915	5,362
Desembolsos	2,064	2,020	3,002	1,282	2,753	11,121
Amortizaciones	704	750	1,084	1,383	1,838	5,759
INTERESES						
PAGADOS²	1,178	1,234	1,283	1,428	1,511	6,634
TRANSFERENCIA						
NETA²	182	36	635	-1,529	-596	-1,272
SALDO TOTAL²	12,350	14,063	14,989	15,639	16,499	
DEUDA/PIB%	46.5	45.1	45.2	43.2	42.7	
INTERESES/						
EXPORTA-						
CIONES%	23.4	23.2	17.3	18.4	18.9	

* Proyecciones

1/ Cifras de deuda pública de mediano y largo plazo

2/ Cifras de deuda total: pública y privada, corto mediano y largo plazo.

Fuente: República de Colombia: *External Financial Needs 1989-1990*. Bogotá, Julio de 1988.

plícita del gobierno de reducir la tasa de crecimiento de la deuda al 4% anual con el fin de mejorar la capacidad de endeudamiento del país, medida por índices tales como el de deuda/PIB o intereses/exportaciones. Como consecuencia, las transferencias netas de recursos al exterior en estos dos años se incrementan a un promedio anual de US\$1.100 millones, cifra ligeramente superior al 2.5% del PIB. De acuerdo con los patrones internacionales, una transferencia de estas proporciones es perfectamente compatible con un ritmo de crecimiento económico de 5% por año.

Respecto del segundo criterio también puede concluirse que la estrategia ha sido parcialmente exitosa, ya que en términos generales Colombia está más cerca del mercado voluntario de capitales al terminar 1988 de lo que estaba en 1984. Sin embargo, para ser más precisos debe decirse que la estrategia fue exitosa hasta el primer semestre de 1987 cuando en realidad el país tuvo acceso al mercado voluntario de capitales; a partir de esta fecha el hecho cierto es que el país se ha ido alejando cada vez más de la posibilidad de obtener la totalidad de los recursos que necesita en el mer-

cado de manera voluntaria, pero por supuesto no por causa de la estrategia seguida por el gobierno, sino por la respuesta irracional (en cuanto decisión colectiva) del grupo de bancos que declinó participar en el Crédito Concorde. Las dificultades encontradas en el proceso de sindicación de este crédito tuvieron como consecuencia inmediata la drástica caída de la cotización del papel colombiano en el mercado secundario de la deuda, pues mientras que para efectos prácticos su cotización era del 100% en junio de 1987, en la actualidad ha descendido acerca del 62%. Con estos precios es imposible pretender colocar de manera voluntaria créditos colombianos en el mercado con un precio del 100%.

La conclusión que se deriva de estos hechos es que en realidad nunca ha existido un menú de opciones que vaya más allá del aperitivo (las pequeñas emisiones de bonos que realizó Colombia); cuando un país que no ha restructurado como Colombia quiso obtener el "plato principal" (es decir créditos por una cuantía equivalente a sus amortizaciones), las únicas alternativas que encontró disponibles fueron la restructuración tradicional, o la sindicación de un crédito en un proceso semi-voluntario como fue el Concorde. Desafortunadamente, se comprueba que los acreedores tan sólo tienen interés de ofrecer un menú de opciones cuando ellas le sirven para disminuir el riesgo de su exposición comercial en un país en desarrollo.

D. Necesidades y opciones para el futuro inmediato

Aunque a nivel interno en Colombia la discusión se ha concentrado en el crédito de US\$1.850 millones que en la actualidad negocia el gobierno colombiano con los bancos comerciales internacionales, la realidad es que este crédito representa tan sólo una tercera parte de los requerimientos de financiación externa del país en 1989 y 1990. De acuerdo con las proyecciones presentadas por el gobierno (ver Cuadro 3), el sector público colombiano necesita desembolsos brutos de crédito externo por

una cuantía aproximada de US\$5.400 millones. Como las amortizaciones al conjunto de acreedores serán de US\$4.076 millones en los mismos dos años, los desembolsos netos que espera tener el país serán cerca de US\$1.350 millones, lo que implica un crecimiento promedio de la deuda del 4% anual, que es precisamente el objetivo que se ha trazado el gobierno.

En cuanto a las fuentes de los recursos netos, se espera que estos provengan fundamentalmente de las entidades bilaterales (US\$760 millones), las agencias multilaterales (US\$413 millones) y una pequeña porción de los proveedores (US\$170 millones); en otras palabras, de los bancos comerciales tan sólo se espera que otorguen créditos por una cuantía equivalente a las amortizaciones que van a recibir en el período.

Teniendo en cuenta que el sector público cancelará en promedio intereses en una cuantía de US\$1.400 millones anuales, se estima que su transferencia neta de recursos al exterior será cada año de US\$725 millones, cifra que representa el 1.7% del PIB. Debe anotarse también que estos estimativos de flujos netos de recursos son consistentes con las proyecciones de la balanza de pagos, según las cuales se espera tener déficit en la cuenta corriente cercanos a los US\$600 millones por año, de manera que el saldo positivo de la cuenta de capitales permitirá una ligera acumulación de reservas cada año.

Aunque parezca una conclusión demasiado optimista, del estudio de estas cifras puede afirmarse que Colombia no tendrá problemas serios de financiamiento externo en los próximos dos años, por lo menos en lo que se refiere a la posibilidad de conseguir el monto de recursos requerido.

El argumento básico que sustenta esta conclusión es que con las entidades bilaterales y multilaterales se adelantan negociaciones de nuevos créditos dentro de un ambiente muy positivo, puesto que ambos grupos de instituciones han expresado en

CUADRO 3
COLOMBIA: DEUDA PUBLICA EXTERNA
FLUJOS NETOS POR PRESTAMISTAS
(US\$ millones)

	1989	1990	Total
Multilateral Neto	292	121	413
Desembolsos	823	784	1,607
Amortizaciones	531	663	1,124
Bilateral Neto	422	340	762
Desembolsos	680	583	1,263
Amortizaciones	258	243	501
Bancos Comerciales	-38	38	0
Desembolsos	1,032	1,018	2,050
Amortizaciones	1,070	980	2,050
Proveedores Neto	88	86	174
Desembolsos	255	242	497
Amortizaciones	167	156	323
Total Neto	761	581	1,342
Desembolsos	2,790	2,628	5,418
Amortizaciones	2,029	2,047	4,076

Fuente: República de Colombia, *External Financial Needs* 1989-1990. Bogotá, Julio de 1988.

repetidas ocasiones su firme intención de apoyar la estrategia colombiana. Adicionalmente, debe recordarse que para mediados de 1988 Colombia tenía créditos ya contratados por desembolsar en cuantía cercana a los US\$4.000 millones. La única fuente posible de dificultades serían los bancos comerciales, pero tampoco en este caso Colombia encontrará obstáculos insalvables: el monto de recursos que está solicitando a la banca comercial le permite garantizar que éstos serán obtenidos de todas maneras puesto que si los bancos no acceden a un crédito voluntario, el país siempre cuenta con la alternativa de última instancia de suspender pagos y proceder a la reestructuración de la deuda. Como se ha afirmado en otro lugar, la decisión y el dilema es de los bancos¹.

Finalmente respecto del menú de opciones que puede estar a disposición del país para la consecución de los recursos de la banca comercial, se sabe que el comité de bancos ha presentado una propuesta con innovaciones a la consideración del gobierno colombiano, pero todavía no son de conocimiento público los detalles de dicha propuesta. Sin pretender por lo tanto entrar en una discusión para la cual no se cuenta todavía con suficientes elementos, es posible establecer algunos criterios de carácter general sobre el tipo de opciones que debe tener en cuenta el país en el momento de

² Véase el artículo "La reestructuración de la deuda, un falso dilema", en la revista *Estrategia Económica y Financiera*, Junio de 1988.

escoger las alternativas mejores para la movilización de recursos de crédito externo.

- a) En primer lugar, no es conveniente desde ningún punto de vista que se reduzca el monto de la solicitud de crédito a menos de US\$1.850 millones, tal como ha sido planteado por los bancos comerciales. El país no puede aceptar que por haber sido un "buen prestamista" los bancos acreedores vayan a reducir su nivel de exposición de riesgo crediticio en el país. Más aún, para el mediano plazo, más allá de 1990, será necesario replantear si el volumen de créditos solicitados a la banca comercial debe continuar siendo tan sólo un monto equivalente a las amortizaciones, o por el contrario deba buscarse que parte del crecimiento del 50% del total de la deuda externa deba provenir también de estos acreedores y no sólo de las entidades bilaterales y multilaterales.
- b) Es muy probable que el país tenga que enfrentar la opción de convertir parte de su deuda vigente en títulos valores o en otro instrumento negociable que son de mayor aceptación entre los bancos por su mayor liquidez y transferibilidad.* Teniendo en cuenta que en el caso colombiano el crédito que se negocia no corresponde a recursos adicionales, no parece conveniente aceptar este tipo de conversiones, a no ser que ellas vayan acompañadas de un beneficio explícito para el país en la forma de alivio de la deuda o captura del descuento de los mercados secundarios. La misma reflexión se aplica con mayor razón a la utilización de alternativas tales como el intercambio de deuda por activos con colateral o a cualquier forma de "cualificación" (*enhancement*) de los créditos. El beneficio que reciben los bancos por el colateral debe ser compensado para el país con una significativa reducción del valor de la deuda intercambiada.
- c) El país debe tratar de diseñar y poner en práctica mecanismos voluntarios y de mercado que le permitan la captura di-

recta del significativo descuento con que se negocian sus créditos en el mercado secundario. Si algunos bancos comerciales están dispuestos a aceptar una pérdida hasta el 40% del valor nominal de los créditos con tal de "salirse" del país, no hay ninguna razón para la cual los deudores no puedan utilizar mecanismos de mercado para apropiarse del beneficio de este descuento. En este aspecto debe reconocerse que la situación es radicalmente diferente a la de mediados de 1987 cuando el gobierno rechazó una solicitud de algunos bancos internacionales para adoptar un programa de conversión de deuda: en aquel momento el descuento del papel colombiano en el mercado secundario era muy pequeño (entre 10% y 15%) y no se justificaba deteriorar la imagen crediticia del país estimulando ese mercado.

- d) Respecto de la elección de mecanismos que pueden ser utilizados en Colombia, y particularmente por el sector privado, puede decirse lo siguiente:
 - La conversión de deuda en inversión de capital (*debt/equity swap*) puede ser útil como estímulo financiero a la inversión extranjera, pero es la menos atractiva de todas las opciones, porque el descuento no lo gana directamente el país y porque con el tiempo se anula el beneficio transitorio sobre la balanza de pagos.
 - La capitalización de deudas de entidades financieras es un instrumento apropiado para la reprivatización de las entidades nacionalizadas y como tal debe ser apoyado, pero ante la magnitud actual del descuento se deben diseñar mecanismos que permitan distribuir el beneficio entre el inversionista, la entidad receptora y el país.
 - La recompra directa de las acreencias por parte de los deudores fue autorizada por la Junta Monetaria en Colombia en 1987 para las empresas del sector privado, pero limitada en el tiempo y en la cuantía. Es necesario otorgar autoriza-

ciones más amplias, que incluyan también al sector público y que faciliten la compra indirecta de la deuda para maximizar el descuento.

- La conversión de deuda externa en deuda local para estimular la repatriación de capitales es el mecanismo que tiene más posibilidades de éxito, y así lo ha demostrado el caso chileno. En Colombia sería posible establecer inmediatamente un programa de este tipo, por cuanto el gobierno cuenta con la autorización legal necesaria para emitir hasta US\$250 millones de bonos de repatriación de capital (Ley 55 de 1985), pero debe reconocerse que la dificultad de identificar el origen de los capitales repatriados es un serio obstáculo que debe ser removido antes de poder aplicar el esquema.
- La oferta de intercambio de deuda por bonos con colateral, y con un descuento (los bonos mexicanos) es una propuesta de gran atractivo por su carácter totalmente voluntario y de mercado; además Colombia cuenta con las reservas inter-

nacionales para realizarla. Sin embargo parece difícil que pueda ser utilizada por un país que, como Colombia, no ha reestructurado su deuda ni está solicitando créditos nuevos adicionales. Es necesario diseñar alternativas que permitan al país utilizar este mecanismo, o uno similar, sin necesidad de modificar radicalmente su estrategia de financiamiento externo.

- Finalmente, la conversión de deuda para fines benéficos (*debt/charity swap*) es un mecanismo ideal para ser ensayado en el país: no tiene las desventajas de la conversión en inversión puesto que los capitales ingresan al país sin derecho a giro posterior de principal ni utilidades, por lo cual su impacto sobre la balanza de pagos es totalmente positivo; de otra parte, en la medida en que se destinan a actividades sin ánimo de lucro se puede identificar claramente su origen, superando así el obstáculo del mecanismo anterior. Existen en la actualidad varias propuestas concretas en este sentido que deben ser aprovechadas por el país.