

deuda y fragilidad financiera: una revisión a la situación colombiana

FERNANDO ARBELÁEZ BOLAÑOS

Profesor de la Facultad de Finanzas
Universidad Externado de Colombia
Correo electrónico: arbelaezfer@hotmail.com

CAMILO ROMERO MORENO

Economista Universidad
Externado de Colombia
Correo electrónico: casiromo@usa.net

resumen / abstract

Los autores examinan la situación de fragilidad financiera de la economía colombiana, señalando la responsabilidad del Banco de la República y de la política de "peso fuerte" en el desarrollo de la miopía que condujo a la situación actual de endeudamiento y proveyendo pistas de reflexión sobre la manera de salir del problema del alto endeudamiento.

The authors examine the financial fragility of the Colombian economy, imputing to the central bank and to its policy of a "strong peso" the responsibility in the development of a shortsightedness leading to the actual level of public and private debt and giving some opinions about the ways to solve the present crisis.

Introducción

Después de la década perdida, Latinoamérica experimentó al inicio de los años noventa un crecimiento en los flujos de capital extranjero, bajo la forma contemporánea de inversionistas agrupados a través de portafolios de propiedad colectiva. Hoy, como veinte años atrás y salvo raras excepciones, los países del sur del Río Grande se debaten de nuevo con serias dificultades para honrar sus compromisos financieros internacionales. A diferencia de anteriores experiencias, la insolvencia se hace presente en un entorno de bajas tasas de interés en los mercados mundiales.

En otros artículos de esta publicación se ha revisado la situación mundial y en particular la coyuntura latinoamericana. Este artículo pretende abordar el análisis de la realidad financiera colombiana, nación que en la crisis de la década de los ochenta se distinguió de sus vecinos por no haber rebasado en la misma proporción su capacidad de endeudamiento y por haber abordado una política de ajuste que resultó eficaz.

Por ello, el análisis requiere iniciarse enmarcando la situación nacional en el contexto de las condiciones financieras del continente. Este enfoque es pertinente si se tiene en cuenta que en la experiencia anterior los mercados financieros internacionales no tuvieron mayor capacidad de diferenciación entre países. Pero, además, su mayor justificación radica en la existencia de patrones comunes en el desenvolvimiento financiero de estas naciones.

Una segunda etapa del análisis consiste en la descripción del proceso que llevó al desajuste fiscal y cambiario que determina la problemática financiera actual y que consiste en la cohabitación de un cierre del financiamiento externo y la coacción de una situación de fragilidad del sistema financiero local. Tal ejercicio combina los desenvolvimientos del mercado internacional de capitales con las

políticas internas y sus efectos en procura de construir una visión integral del proceso. Este método de exposición es especialmente importante para entender una problemática financiera que, lejos de ser "criolla", encuentra su génesis en lecturas miopes de fenómenos como las burbujas en los precios de los activos en los que los agentes económicos preservan el valor.

La tercera parte explica la importancia del análisis simultáneo de la coyuntura externa con la coyuntura interna. Se trata, entonces, de resaltar la importancia de la tendencia prevaleciente de globalización de la economía mundial. Que como condición imperante transforma en un reto para los países y las regionales el adecuar sus políticas a esta "aventura obligada". En este aparte se evidencia que no existe una forma única de integración a esta corriente, a tiempo que las formas adoptadas sí determinan la calidad de los resultados de la inserción.

Finalmente, se aborda el desafío de proponer rutas alternativas a la salida de la crisis. Estas rutas presuponen la gestión consistente en diferentes áreas de política:

De una parte, la construcción de senderos sólidos de movilización de ahorro interno hacia sus más eficaces aplicaciones en un contexto de eficiencia competitiva del mercado de capitales nacional, como condición para la competitividad del aparato productivo en la arena mundial.

De otra, un tratamiento financiero cuidadoso de la carga actual de la deuda nacional, como condición de viabilidad de corto plazo; esta tarea es más dificultosa en el contexto de la estructura prevaleciente en los movilizadores de ahorro internacional.

Un tercer elemento, es el relacionado con la política cambiaria cuyo nuevo diseño debe corregir y prevenir la creación de burbujas en este frente.



No menos trascendente resulta el diseño de la política fiscal, sometida a las presiones de subsanar los estragos que en el terreno de la equidad social produjo una indebida forma de inserción a la economía mundial.

I. la problemática actual

A mediados del 2002, el spread de los bonos latinoamericanos, esto es, el margen de rentabilidad que por sobre los bonos del tesoro americano debían ofrecer los papeles latinos para ser atractivos como alternativa de compra para los inversionistas internacionales, sufrió un proceso de incremento dramático, llegaron a alcanzar los 1400 puntos de base.

Fenómeno que afectó igualmente a los títulos de deuda soberana colombiana, cuyo spread se incrementó en una magnitud del orden de 400 puntos. Ese incremento significaba una desvalorización considerable del stock de títulos colombianos en manos de sus compradores. Considerable en la medida en que las pérdidas de los tenedores de deuda soberana, estimadas por Suescún⁵, a través de determinar la duración de los títulos y multiplicar el resultado por el valor emitido y el cambio en el spread, superaban el patrimonio agregado del sistema bancario nacional.

Tal pérdida, por cierto, era técnica, pues en tanto los propietarios de títulos de deuda soberana de la República de Colombia no liquidarían en el mercado sus papeles. El valor de los mismos puede estimarse, o bien contra los parámetros provistos por el mercado (como era hasta entonces corriente y obligatorio hacerlo), o por otras metodologías consignadas por el uso, aunque no por el rigor (como pudo hacerse a partir de la expedición de algunas circulares que en la época

⁵ En Carta Financiera de ANIF No. 12) abril de 2003 "Una propuesta para el mercado de TES".



produjo la Superintendencia Bancaria), metodologías que permitían hacer caso omiso del valor de mercado de los títulos, y servirse de una valorización en función de las condiciones locales de los mismos. Tal fue la alternativa por la que se optó.

La misma, por cierto, tenía sus ventajas: permitía escaparse del gravísimo impasse de tener que revelar a la nación el dramático estado de sus finanzas, corriendo el riesgo de asistir a procesos de disolución social (por la vía de la destrucción de la moneda y del sistema de crédito) similares a los de la Argentina.

Pero también tiene sus costos: estos implican, entre otras, el cierre, en términos prácticos, de la posibilidad de financiar, a través de los mercados, los faltantes de ahorro de la nación, efecto al que es menester agregar el costo de tener que inmovilizar sin término unas cuantiosas inversiones; se cerró la posibilidad de financiar los faltantes a través del mercado, pues ello implica reconocer el encarecimiento de la deuda nueva y la desvalorización de la existente. Ese encarecimiento es función de la pérdida del grado de inversión.

Ahora bien, es cierto que desde la época en cuestión hasta el presente el spread latinoamericano ha descendido de manera importante. Tal descenso, empero, es sobre todo función de la caída del spread brasileño y, en el caso colombiano, de la renuncia a recurrir a los mercados internacionales para resolver el tema de los faltantes del ahorro nacional.

La región y el país han tenido, desde entonces, que resignarse a que el cierre de cuadre en sus cuentas externas sólo sea posible a través de créditos con entidades multilaterales.

Esta es una consecuencia grave: el significado de la misma es que se ha cerrado, por ahora, el camino de sacarle partido a la globalización, entendida esta como el proceso mediante el cual el ahorro de los países ricos y viejos fluye hacia los países en desarrollo y de población joven, aumentando los niveles de

acumulación en estos últimos y garantizando una remuneración adecuada del ahorro en los primeros. Tal migración sólo puede hacerse a través de los mercados, toda vez que las finanzas mundiales están hoy por hoy dominadas, no por los bancos o por las entidades crediticias multilaterales, sino por la asignación a través de los inversionistas institucionales presentes en los mercados. Y si la región y el país habían emprendido la política de apertura y de internacionalización era, justamente, para lograr atraer a tales inversionistas de suerte que se aumentara el ritmo de acumulación de capital.

La situación actual está bien lejos del ese idílico cuadro soñado. De la globalización sólo ha quedado, tanto a nivel regional como nacional, el lado malo, consistente en la obligación de liquidar unos excedentes externos a costa de una caída de la actividad, sin contar con posibilidades de ampliar, gracias a la canalización de ahorro externo la base de reproducción. Puesto que en otra parte de este anuario se abordan temas regionales, se impone ahora revisar en detalle cómo llegó Colombia a la situación actual.

II. de cómo se llegó al impasse

El problema al que está ahora enfrentada la economía colombiana tiene que ver con el modo en que el país ha enfrentado el tema de la globalización, proceso este último que designa varios fenómenos, entre otros, el de la privatización de los crecientes flujos internacionales de capital, y el del florecimiento del endeudamiento internacional respaldado en títulos, del endeudamiento internacional titularizado.

Este último es un fenómeno relativamente nuevo, que contrasta radicalmente con el endeudamiento bancario tradicional cuya crisis se produjo en la década de los ochenta.

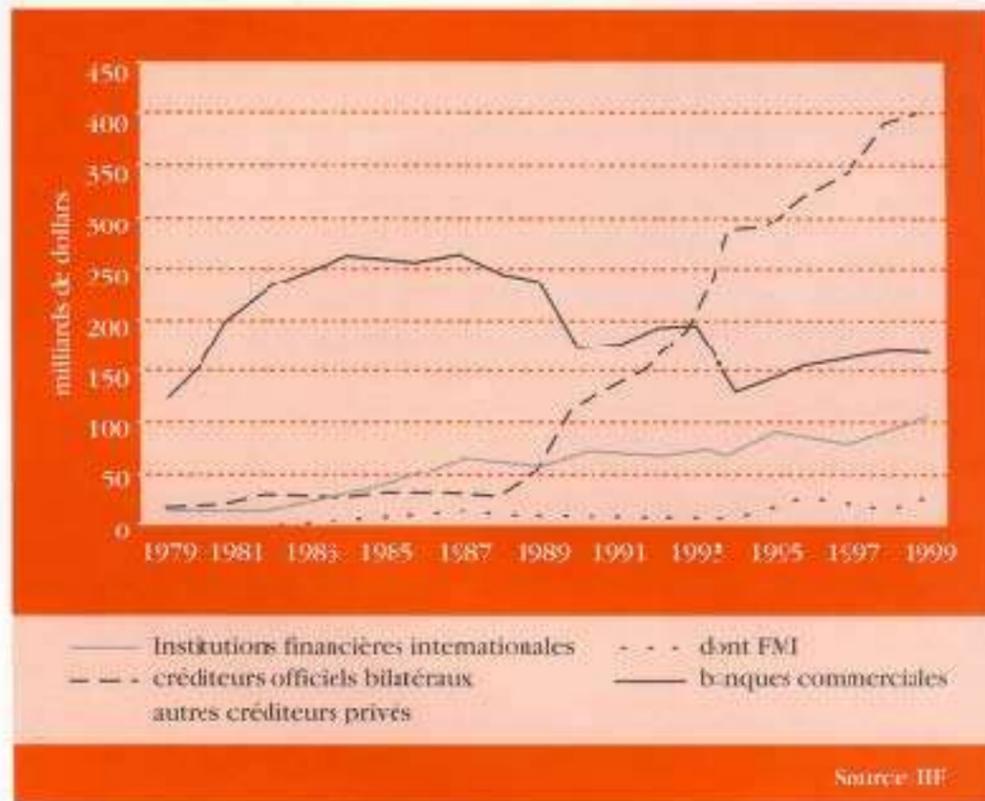
El punto de partida de la titularización del endeudamiento internacional puede ubicarse en la implementación del Plan Brady, cuyo pionero fue el acuerdo logrado entre México y sus acreedores bancarios en 1990, en términos del cual los acreedores bancarios de México aceptaron "intercambiar el 49% de sus préstamos contra *discount bonds* (títulos a 30 años con un menor valor de 35% frente al nominal de la deuda y con una tasa de interés de 13/16 de punto por encima del LIBOR), 41% por bonos a la par (títulos a 30 años a una tasa inferior a la del mercado) y para el 10% restante acordaron aportar dinero fresco a cambio de la emisión de *new money bonds* sin colateral. Se reestructuraron así 48 millardos de deuda comercial mexicana de mediano y largo plazo, reduciéndose en más del 25% el flujo del servicio de deuda.

Siguiendo este ejemplo, una veintena de países entraron en planes de reestructuración de su deuda. En total, una cifra del orden de 150 millardos de dólares de deuda comercial de largo plazo fueron reestructurados, anulándose entre el 30 y el 35% de la deuda².

La aplicación generalizada del Plan Brady, que tornó financieramente viables a un importante conjunto de países, está en la base del fenómeno aquí evocado de explosión del endeudamiento internacional latinoamericano con soporte en títulos valores, que se ilustra en el siguiente Cuadro, tomado del texto de Aglietta y Moati.

² Citado de Aglietta y Moati, "Le FMI, de l'ordre monétaire aux 'désordres financiers'", mai 2001, Economica.

graphique 1
dette extérieure des principaux pays
d'Amérique latine*



La racionalidad de este proceso es vigorosa: en efecto, con base en los resultados teóricos del *"life investment cycle"*, es claro que el ahorro de los países de población mayoritariamente madura debe alimentar el circuito de inversión de los países de joven población y que en este proceso ambos grupos son ganadores.

A esta lógica se suma la que inspiran los desarrollos, ya cincuentones, de Markowitz, que formalizan las ventajas de la diversificación de portafolio en cuanto a reducción de volatilidad de los retornos, y los aún más viejos resultados de la teoría del desarrollo sobre el efecto de la insuficiencia del ahorro en el problema del subdesarrollo.

Todos estos factores convergieron en el movimiento señalado y sustentan la convicción expresada por Agietta y Brender³, en el sentido de que la globalización es "una aventura obligada". Este concepto señero no implica toma de posición en cuanto a la forma que debe adoptar este proceso. Pues si, de acuerdo con lo dicho hasta ahora, no cabe pensar, por irracional, que se arroje por la borda el movimiento de la globalización, so pena de perder una gran ocasión histórica, eso no significa que no haya lugar a revisar las formas, los mecanismos y los canales que él mismo asume. Pero eso es tema de otro trabajo.

Debe señalarse que, frente al tema de la globalización, Colombia adoptó, de manera temprana, un dispositivo dirigido a canalizar recursos de capital, internos y externos, hacia su aparato productivo. Sin embargo, la coherencia de la estrategia inicialmente adoptada se vio destruida por las modificaciones que, con el paso del tiempo, se fueron introduciendo al modelo original.

³ Agietta M. Y Brender A., "La globalización iniciada: una aventura obligada", *Economía*, 1998.

III. las dos maneras de enfrentar la globalización

a. el acercamiento gradualista

Colombia, que fue sacudida por una grave crisis a comienzos de los ochenta, materializó de manera temprana, con la ley 75 del 86, una nueva estrategia orientada a buscar una estructura de financiamiento empresarial más sólida, que pusiera coto a la fragilidad financiera derivada de los sesgos tributarios a favor del endeudamiento empresarial.

Esta estrategia fue pobre en resultados, por razones que sería largo detallar y que no es del caso explorar a fondo aquí⁴. Baste simplemente señalar que la pobreza de los resultados fue en gran medida función de que la gradualidad que siguió la línea de acción elegida en la ley 75. Se suponía que habría un plazo para que sus efectos fructificaran. Éste no se le concedió a la aproximación gradualista; ni en el campo del financiamiento empresarial, ni en otras áreas igualmente claves como el de la desgravación arancelaria o el de la liberalización cambiaria.

En lo que hace a la estrategia de fortalecimiento patrimonial de las empresas, los afanes tributarios de los bonos de guerra le restaron el débil atractivo a la capitalización empresarial buscado por la ley 75, y a la perennidad de las sobregasas bien pronto se agregó la vuelta atrás en materia de ajustes por inflación, que pretendían premiar a las estructuras patrimonialmente sólidas. No es, pues,

⁴ Esta constatación en cuanto a la pobreza de los resultados es, naturalmente, imprecisa. Pero una explicación más profunda obligaría a revisar un espectro de temas sumamente amplio (por ejemplo, el tema de la eficiencia de los mercados bursátiles locales, el del persistente sesgo a favor del endeudamiento, y muchos otros que, mal le pese a la llamada "Misión del Mercado de Capitales", apenas si han sido objeto de ser examinados como el que amerita un estratégico asunto. Véase "Misión del Mercado de Capitales".

misterioso el pobre resultado de la aproximación gradualista, en lo que hace referencia a la reforma de la estructura de la organización empresarial.

Olvidado el objetivo central de la reforma, el de una recomposición en provecho del lado inferior derecho del mapa de los balances empresariales, se continuó con la implementación de lo adjetivo, a través de la ley 45 del 90, abriendo las plazas bursátiles a los intermediarios bancarios y dando vía libre, a través de otras reformas, al desarrollo de inversionistas institucionales que canalizaran el ahorro hacia el mercado de valores⁵.

En todo caso, esos recursos no afluirían a las empresas productivas. Ello no significa que se quedarían ociosos. Encontrarían empleo en otros usos que el abandono de la estrategia gradualista crearía por sí mismo, no sin antes generar un choque inflacionista en la demanda de activos reserva de valor, inflación decisiva en la "coacción" de una fragilidad financiera de problemáticos efectos.

b. "la huída hacia delante" frente al tema de la globalización.

La llegada de los 90 está marcada por el Consenso de Washington, que implica un cambio en la doctrina del FMI y de otras entidades multilaterales, en el sentido de convertir en objetivo de política, concomitante con la trilateralización de la deuda, la apertura de la cuenta de capital de los países emergentes, toda vez que ahora se busca lograr el cierre de la balanza de pagos operando, no sobre la parte alta de la balanza de pagos, sino sobre su parte inferior⁶.

⁵ Se trata, esencialmente, del desarrollo de los fondos de cesantías, ley 50 del 90, y de los Fondos de Inversión extranjera.

⁶ Véase a este respecto las digresiones de Stiglitz en *El malotruco en la globalización* pág. 41 y ss. Y también Aglietta y Moat, *Ob. Cit.*, pág. 93.



Esta apertura se acompaña, en el caso colombiano y de varios países latinoamericanos, de una amnistía cambiaria, que desencadenó un acelerado proceso de repatriación de capitales, flujo enorme que intentó ser combatido, primero con operaciones de esterilización en montos sin precedentes, efectuadas a tasas de interés muy elevadas, con encaje marginal de 100%, y finalmente con certificados de cambio, primero trimestrales y luego con plazo de un año, conjunto de operaciones que llevaron a que títulos garantizados por el Banco de la República ofrecieran rentabilidades superiores al 70% efectivo anual. El diferencial de tasa de interés en provecho del peso que así se generaba, alimentaba el flujo de capitales que desestabilizó por completo los agregados monetarios.

Se decide, entonces, con el argumento de que la acumulación excesiva de reservas era producto de un represamiento de las importaciones, generado por el carácter anunciado y paulatino de la desgravación arancelaria, eliminar la gradualidad en la desgravación, quedando desguarnecido el sector productivo, ya de suyo afectado por el estrangulamiento crediticio provocado por el encaje marginal.

A esta decisión viene a agregarse un nuevo elemento del panorama de las finanzas nacionales, producto de la Constituyente del 91, y es la entrada en funciones de la recién creada Junta del Banco de la República, investida del manto de la autonomía y armada de mandato constitucional de preservar el anclaje nominal de la moneda.

IV. la nueva política monetaria, o en búsqueda de una nueva convención, la del peso fuerte

La entrada en funciones de la Junta del Emisor significó un cambio en el acento de la política monetaria, que abandonó explícitamente el objetivo de control de crecimiento de los agregados monetarios, en provecho de una acción

de estabilización de las tasas de interés. El problema por resolver, y que nunca fue claramente resuelto, o más bien, cuya solución no fue jamás abiertamente proclamada, era el de saber cuál sería el nivel de dicha estabilización.

¿La misma se haría a niveles que permitieran expulsar los capitales especulativos y, en general, el exceso de capitales que había afluido a la economía, o en niveles tales que la ya manifiesta tendencia a la revaluación del peso se mantuviera y reforzara, en desmedro de la competitividad del aparato productivo?

La Junta optó por esta segunda alternativa, siendo seducida por los réditos que en materia de desinflación comenzó a exhibir el tener un peso fuerte. Tales réditos eran, por cierto, relativamente claros a la lectura del IPC. Allí la menor dinámica de la inflación comenzó a ser manifiesta.

Colombia, Índice de Precios al Consumidor (IPC)
(variaciones porcentuales) 1990 - 2003

Base diciembre de 1998 = 100,00														
Mes	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Enero	3,30	3,00	3,49	3,24	3,15	1,84	2,51	1,65	1,79	2,21	1,29	1,05	0,80	1,17
Febrero	3,66	3,41	3,34	3,25	3,68	3,52	4,01	3,11	3,28	1,70	2,30	1,89	1,26	1,11
Marzo	2,89	2,52	2,31	1,87	2,21	2,61	2,10	1,55	2,60	0,94	1,71	1,48	0,71	1,05
Abril	2,81	2,80	2,85	1,94	2,37	2,23	1,97	1,62	2,90	0,78	1,00	1,15	0,92	1,15
Mayo	1,95	2,20	2,32	1,60	1,54	1,65	1,55	1,62	1,56	0,48	0,52	0,42	0,60	0,49
Junio	1,95	1,58	2,24	1,54	0,90	1,20	1,14	1,20	1,22	0,28	-0,02	0,04	0,43	-0,05
Julio	1,35	1,81	1,99	1,23	0,91	0,77	1,51	0,83	0,47	0,31	-0,04	0,11	0,02	-0,14
Agosto	1,58	1,27	0,75	1,25	0,97	0,63	1,10	1,14	0,03	0,50	0,32	0,26	0,09	0,31
Septiembre	2,37	1,45	0,83	1,12	1,09	0,84	1,19	1,26	0,29	0,33	0,43	0,37	0,36	
Octubre	1,92	1,32	0,85	1,06	1,11	0,88	1,15	0,96	0,35	0,35	0,15	0,19	0,56	
Noviembre	2,03	1,22	0,72	1,29	1,11	0,79	0,80	0,81	0,17	0,48	0,33	0,12	0,78	
Diciembre	2,52	1,40	0,94	1,13	1,49	0,92	0,72	0,61	0,91	0,53	0,46	0,34	0,27	
En año corrido	32,36	26,82	25,13	22,60	22,59	19,46	21,63	17,68	16,70	9,23	8,75	7,65	6,99	

Fuente: DANE

El caso era mucho más matizado en lo que tiene con ver con los procesos, bastante más estratégicos en un ambiente de finanzas desreguladas, de inflación de precios de los activos reserva de valor (inmobiliarios y financieros).

En efecto, si el nivel alcanzado por las tasas de interés alimentaba un proceso de revaluación del peso, esta misma revaluación hacía más rentables las aplicaciones de capital repatriado orientados a la compra de activos reserva de valor (inmobiliarios y financieros), cuyo rendimiento en divisas era potenciado por la apreciación de la moneda.

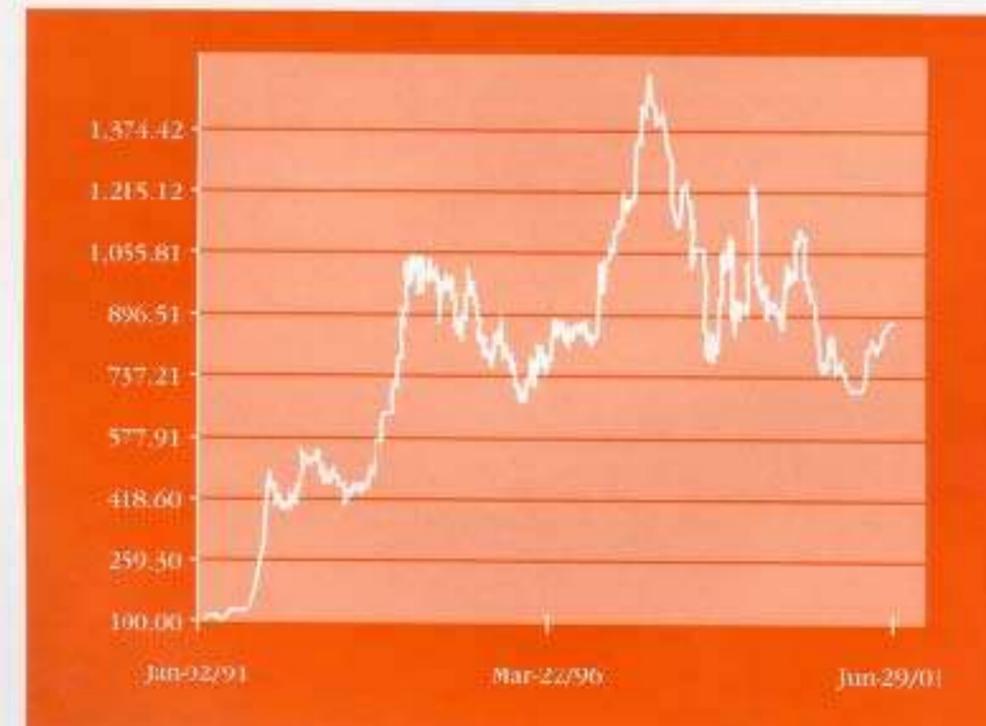
El incremento en la demanda por activos de reserva de valor así originado, reforzó la tendencia a la elevación de precios que la amnistía cambiaria y la puesta en marcha de los aspectos adjetivos de la reforma habían inducido. El mercado de valores contó desde entonces con fuerzas de demanda desproporcionadas a su oferta, como los fondos de pensiones o los de inversión extranjera. Los cuadros que se insertan a continuación ilustran esos procesos:

Índice de costos de la construcción de vivienda, variaciones porcentuales													
Mes	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Enero	6,48	7,77	6,70	7,67	8,29	6,08	6,97	3,90	3,49	2,31	1,76	2,67	1,07
Febrero	3,38	2,75	2,64	3,49	2,76	3,55	2,19	4,06	3,90	1,44	1,32	1,58	1,44
Marzo	1,63	1,86	1,28	1,63	1,71	0,87	1,82	1,23	1,86	0,23	0,73	0,57	0,39
Abril	0,85	1,17	0,51	1,05	0,49	0,74	0,78	0,51	0,58	1,00	0,39	0,48	0,29
Mayo	1,91	0,71	1,54	1,23	0,45	0,68	0,80	0,52	0,24	0,68	0,44	0,29	0,38
Junio	1,53	0,49	1,64	1,94	1,07	0,52	0,30	0,83	-0,92	-0,07	0,51	0,37	0,15
Julio	1,51	1,18	2,52	1,53	1,98	1,45	1,22	0,98	1,51	0,11	0,52	0,98	0,18
Agosto	2,42	1,13	1,64	1,72	0,90	0,48	1,06	0,62	1,46	0,52	0,61	0,00	0,24
Septiembre	0,93	1,65	0,88	0,71	0,57	0,66	0,62	0,52	1,23	0,31	1,36	0,11	0,30

Índice de costos de la construcción de vivienda, variaciones porcentuales													
Mes	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Octubre	0,76	0,83	0,46	0,79	0,87	0,49	0,43	0,98	0,30	0,88	0,56	0,45	0,65
Noviembre	0,48	0,58	1,59	0,58	0,80	0,48	0,24	0,95	0,87	1,61	0,46	0,23	0,67
Diciembre	0,51	0,29	0,78	0,62	0,79	0,58	0,62	1,28	1,19	0,71	0,57	0,24	0,66
En año corrido	24,67	22,17	24,40	25,29	22,49	17,71	18,23	17,59	16,78	10,14	9,60	8,25	6,59

Fuente: DANE

I.B.B. índice de precios de las acciones de la Bolsa de Bogotá



Fuente: CORFINSURA

Con los niveles de rendimiento derivados de tales valorizaciones no resulta sorprendente que el país se convirtiera en un atractor fuerte de capitales externos, atracción que, a su vez, reforzaba la convención establecida de peso fuerte⁷. Este cocktail tuvo varias consecuencias:

- En primer lugar, y acorde con los resultados previstos por la hipótesis de que los agentes tienen una estrategia de acumulación patrimonial (que explica la tasa de ahorro, dado un nivel de ingreso disponible, en función del nivel de riqueza deseado⁸), una pronunciada caída en el nivel de ahorro interno que preocupó mucho en su momento a Steiner y a Fedesarrollo. Esa preocupación no vino, empero, acompañada de una adecuada explicación que responsabilizara al "efecto riqueza", generado por la revaluación del peso, y la caída del ahorro, señalamiento que habría permitido anticipar el hueco de cuenta corriente, producto del derrumbe del ahorro privado, que pronto aparecería.
- En segundo lugar, el desarrollo, consecuencia de las burbujas financieras e inmobiliarias, de procesos que la literatura denomina de "miopía intrínseca"⁹, derivados de que la fase ascendente se vio alimentada por la expansión crediticia consentida por las entidades financieras a los agentes inmersos en la adquisición o construcción de activos, expansión "respaldada" por garantías sobrevaloradas, de aceptación corriente como colateral por parte de las entidades financieras.
- La tercera importante consecuencia de la convención del peso fuerte tiene que ver con el desarrollo de un proceso de endeudamiento externo favorecido por

⁷ El término de convención juega un importante papel en la elaboración keynesiana sobre el nivel de la tasa de interés, y ha sido provechosamente retomado y desarrollado por Orléan en un texto reciente titulado "Le pouvoir de la Finance", ediciones Odile Jacob, sep. 1999, Francia, en donde muestra el rol esencial jugado por la convención "milagro cédulas" en la increíble ceguera de los analistas frente a la acumulación de tensiones que precedió a la crisis de esas economías.

⁸ Sobre esta hipótesis y su adecuación para explicar el comportamiento del ahorro, véase, Aglietta, "Macroeconomie business", Obocación Repress, Birkbeck-La Défense, junio 2001.

⁹ Sobre este concepto, véase el trabajo de Kindleberger, "Manias, Panics, and Crashes, a history of financial crisis", The Macmillan Press Ltd. 1990 constituye aún una referencia. Véase también, Evazme Clavier, "Instabilité du système financier international", Rapport du Conseil d'Analyse Economique du Premier Ministre, La documentation Française, 4 trimestre 1998, France.

la menor tasa de interés externa, proceso en el que, en un comienzo, se vieron involucrados fundamentalmente agentes privados (lo que condujo a un incremento importante de su endeudamiento con el exterior), pero que, con el paso del tiempo, será caracterizado por un crecimiento muy acelerado del endeudamiento público externo, convirtiéndose el Estado en víctima futura de la miopía provocada por la convención que había contribuido a forjar.

Y, una vez más, era éste un comportamiento miope, toda vez que el desempeño de las variables externas fundamentales de ningún modo aconsejaba endeudarse en el exterior, pero en términos de costo financiero, y mientras se mantuviera la convención del peso fuerte, tal endeudamiento resultaba más barato.

Esta fase ascendente del ciclo condujo a un período festivo en el curso del cual el crecimiento económico, jalonado por el consumo, el desahorro y el endeudamiento "cebaron" el crecimiento, que durante el cuatrienio de Gaviria se ubicó en un promedio del 2.35% anual. El país había entrado, de lleno, en la situación bautizada por Priño Roselli como "la prosperidad al debe"¹⁰.

V. el campanazo mejicano

Poco después de la entrada en funciones de la administración Samper, el proceso de globalización tal y como se ha definido más arriba, sufre su primer

¹⁰ Colombia cuenta en Priño Roselli con un agudo observador de estos procesos en la década del veinte, quien exhibe además una fina comprensión de los conflictos inherentes a la relación crediticia, poco explotada por los diseñadores de solución de crisis de ese comienzo de milenio, y del todo ignorada por quienes pretenden que la crisis derivó de factores ligados a una huada hacia adelante incompleta en materia de desregulación. Al respecto, remítase a Priño Roselli, *La prosperidad al debe y la gran crisis 1925-1935*, editado por el Banco de la República en agosto de 1991.



accidente importante en América Latina, concretamente en México, país que, como ya se señaló, fue pionero en el Plan Brady.

México había adoptado, al igual que Colombia, la convención del peso fuerte, atrayendo en términos netos entre el 90 y el 93, una suma superior a 93 millones de dólares, más del 20% del flujo total a los países en vías de desarrollo, lo que le había, entre otras, permitido una expansión del crédito bancario al sector privado sin precedentes¹¹, una marcada desinflación, combinada incluso con excedentes presupuestales.

Sin embargo, el retroceso de sus exportaciones, producto del peso fuerte y la acción del "efecto riqueza", habían conducido a una acumulación de anomalías que adquirirán preponderancia en el momento de la crisis: la tasa de ahorro privado había caído entre el 89 y el 94, de 16% del PIB a 9%, en tanto que el déficit de cuenta corriente evolucionaba de 3 a 8% del PIB, siendo financiado con emisiones de corto plazo de Tesobonos, colocadas en mercados externos.

Es justamente en ese eslabón que se produce el problema, toda vez que, ante la acumulación de anomalías que cuestionan la viabilidad de la convención de peso fuerte, los inversionistas terminan por preguntarse sobre la viabilidad del endeudamiento mejicano, pregunta que lleva a los acreedores bancarios a exigir el inmediato reembolso y a los inversionistas de Tesobonos a negarse a hacer *roll over* de los mismos.

El cuestionamiento pasa por un movimiento de liquidación de las inversiones y una gran presión cambiaria. Es menester entonces ajustar la paridad. Sin embargo, acaso por vez primera en su historia, la vecindad de los Estados Unidos favorece a los mejicanos; en efecto, la destrucción de riqueza que amenaza producirse en México, amenaza también llevarse de calle a los fondos de pensiones americanos.

¹¹ En los seis años que preceden la crisis, el crecimiento de este concepto había sido, en promedio, del 25% anual. Véase: Aglietta y Monti, Ob. cit., pág. 105.



De allí que, con una presteza sin precedentes, el FMI liderara el montaje de un paquete de algo más de 50 millones de dólares para rescatar a México o, por lo menos, a los inversionistas que allí habían encallado. México sufrió, es cierto, una severa recesión, pero los inversionistas extranjeros lograron salir bastante indemnes de la crisis, sin que, dicho sea de paso, se oyeran por entonces muchas voces protestando por el "riesgo moral" que implicaba un rescate de inversionistas como el efectuado.

Ese fue un grave precedente, que en buena medida alimentará la "miopía intrínseca" de la que harán gala los inversionistas extranjeros en la crisis asiática, aún por venir en esta historia.

Para el caso colombiano, sin embargo debe señalarse que el "efecto tequila", no golpeó al país de manera importante, debido a que por entonces, y pesar del remoque dado a la apertura de "estrategia de internacionalización de la economía", el país estaba poco integrado financieramente hablando, toda vez que su deuda externa ascendía a unos veintidós mil millones de dólares y su participación en los mercados internacionales de capital era esencialmente a través de mecanismos de crédito bancario.

Ello permitirá a las autoridades excusarlas del manejo monetario y cambiario ignorar casi por completo las lecciones del caso mejicano, respecto de las consecuencias sobre los *fundamentals* de una convención de "peso fuerte", no obstante el ya por entonces altamente negativo saldo de la cuenta corriente. El adverbio casi se debe a la adopción de unas pocas significativas medidas de encaje sobre el endeudamiento externo de corto plazo que, como veremos, no volvieron, ni con mucho, disuasivo el endeudamiento con esas fuentes.

La convención establecida será consolidada a lo largo del cuatrienio 94-98, como lo ilustra la evolución del ITCP que a continuación se presenta, que por lo demás señala claramente el momento en que se da inicio al proceso revaloronista aquí comentado:

año	íter
91	128.75
92	118.32
93	112.05
94	100.03
95	98.63
96	92.63
97	82.78
98	86.94
99	96.85
2000	103.97
2001	100.65
2002	94.59

Fuente: Banco de la República.

Ahora bien, hay que evitar caer en el fácil reproche de decir que la Junta del Banco de la República se mostró miope, al intensificar su apego a una convención cuyos desastrosos efectos se habían evidenciado en Méjico. O, si se quiere hacer ese juicio (que no es falso), habría que decir que la Junta del Banco de la República estuvo bastante bien acompañada en su miopía por los responsables económicos de buena parte del planeta, toda vez que el sudeste asiático concentra una fracción considerable de la población mundial y sus dirigentes incurrieron en la misma falta.

Y es menester agregar que, en el caso colombiano, si es cierto que ya para entonces el déficit de cuenta corriente era importante, del orden de los US\$3,669.8 millones de dólares en 1994, siempre queda la excusa de que, por aquel entonces, el país y sus analistas se sumieron en el "sueño del piedemonte llanero", con Guatana y Cupiagua, cumerá que induce a ubicar como el problema más acuciente

con el que se habría de enfrentar la economía sería el eludir la enfermedad holandesa, producto de las rentas petroleras por venir.

El temor provocado por esas expectativas revaluacionistas condujo a desdeñar la realidad de que el país iba a sufrir la enfermedad holandesa... ¡sin la compensación de las rentas!

Es esa miopía la que permitió al país continuar con el proceso de desregulación como si nada hubiera ocurrido en Méjico. No habiendo extraído las lecciones de ese grave accidente, no es extraño que durante este mismo período se haya implementado un cambio que, a la postre, resultaría fatidico para el sistema de crédito hipotecario. En efecto, es durante el cuatrienio en cuestión que las autoridades monetarias deciden abandonar del todo el modelo de Currie, aportándole un último cambio a la corrección monetaria, que ató estrechamente el costo de los créditos hipotecarios a la DTF y los desligó por completo del crecimiento del ingreso de los ceudoxes, sin que, al parecer (y en vista de lo que ocurrió después), los generadores de ese cambio adquirieran simultáneamente conciencia de la restricción que, en materia de política monetaria, les impondría el tener estrechamente atado el costo de los créditos de vivienda a la tasa del mercado monetario.

Se continuó, pues, por el sendero ya emprendido, implementando entre otras, la valoración de portafolios a precios de mercado y forzando un importante cambio en el negocio bancario, que se materializó en la gestión de GAP.

Pero sin duda el aspecto más importante tiene que ver con el efecto sobre el endeudamiento externo del país, desencadenado por el "peso fuerte": eso se constata observando las cifras sobre el mismo, observación que permite verificar una neta aceleración del crecimiento de la deuda externa, a partir del establecimiento, en el 93, de la nueva convención. Aquí se presentan:

en millones US\$		
año	deuda externa total	deuda externa privada
1990	17.992	2.522
1991	17.335	2.164
1992	17.278	2.862
1993	18.883	4.634
1994	21.875	7.157
1995	24.751	9.211
1996	28.945	12.698
1997	31.681	15.228
1998	33.535	15.068
1999	33.625	13.872
2000	33.752	13.502
2001	34.085	13.524

Fuente: DANE, "Colombia, saldos de deuda externa"

VI. la crisis asiática

Sin pretender hacer un análisis exhaustivo del proceso del sudeste asiático, plétórico en lecciones, parece posible afirmar que el factor más decisivo en esta crisis, que se abre en julio del 97 en Tailandia, lo constituyó la decisión de las naciones de esa región, con excepción de la China, de anclar su moneda al dólar americano, moneda esta que, a partir del segundo trimestre del 95, sufrió una fuerte apreciación respecto del yen, lo que condujo a que "en dos años, el dólar se revaluara en 56% frente a la divisa japonesa. Ello provocó una revaluación del tipo de cambio real efectivo de más de 25% en Indonesia, Malasia, Filipinas y Tailandia para el período que se extiende del 90 al inicio del 97 y de 12% para Corea durante el mismo período, socavando la competitividad de estos países,

fenómeno agudizado por la decisión China, tomada en enero del 94, de devaluar su moneda en 40%"¹².

El sudeste asiático le jugó a la misma convención que la autoridad monetaria colombiana y las consecuencias fueron similares. Los déficits de cuenta corriente se disparan al 7,9% del PIB en Tailandia y al 4,8% para Corea, al 3,4% para Indonesia y al 4,9% para Malasia¹³, no obstante el balance equilibrado de sus sectores públicos.

Esa convención produce el ya mencionado fenómeno de miopía intrínseca. Unas monedas estables conducen a la subestimación del riesgo cambiario, y a fenómenos de creciente endeudamiento externo, lo que es ilustrado por el cuadro que se presenta a continuación:

flujos de capitales privados para cinco países asiáticos

	1994	1995	1996	1997
Capitales privados (neto)	40.5	77.4	93	-12.1
Títulos	12.2	15.5	19.1	-4.5
Directo	4.7	4.9	7	7.2
Portafolio	7.6	10.6	12.1	-11.6
Acreedores privados	28.2	61.8	74	-7.6
Bancos comerciales	24	49.5	55.5	-21.3
Agentes no bancarios	4.2	12.4	18.4	13.7

Cifras en millardos de dólares¹⁴

¹² Cf. Orléan, Ob. cit., pág. 173

¹³ Ciro Cossetti, Pesenti y Roubini, "What caused the Asian Currency and Financial Crisis?" consultable en www.stern.nyu.edu/~ciro/orléan/asia/homepage.html

¹⁴ Radelet y Sachs, "The east asian financial crisis- Diagnosis, remedies, prospects", *Brookings Papers on Economic Activity*, N1, 1998.



El retiro de fondos extranjeros que se produce en el 97, no sólo explica el derrumbe sufrido por las economías de la región, sino la destrucción de sus monedas.

Ahora bien, este derrumbe se produce sólo después de, y en razón a que los inversionistas extranjeros han liquidado sus portafolios y demandado la conversión de sus haberes en dólares.

Hasta ese momento, "la existencia de paridades fijas o casi fijas durante un largo período provocó un sentimiento abusivo de confianza que condujo a acreedores y deudores a una inapropiada valoración del riesgo cambiario... Implícitamente, a través del mantenimiento de las paridades, los bancos centrales tomaban a su cargo el riesgo cambiario, alimentando, de ese modo, las entradas de capitales¹⁵".

VII. el impacto de la crisis asiática y el manejo del mismo

La crisis asiática generó una masiva *"Flight to quality"*, que afectó al conjunto de los mercados emergentes, elevando los spreads y desencadenando especulaciones contra las paridades.

Pero ya para 1997 y debido al crecimiento de la deuda externa, el grado de integración financiera colombiana había cambiado sustancialmente; con una deuda externa del orden de 33 millardos de dólares (30,6% del PIB), y con un sector privado expuesto al riesgo cambiario por más de 15 millardos, era de

¹⁵ Orlazo A. Ob. cit., pág. 172.



esperar que se presentará un cuestionamiento de la convención por parte de aquellos cuyo interés era cubrirse contra un incremento de su costo de deuda.

Se desencadena, entonces, un proceso de presión cambiaria que el Banco de la República comprometido con el peso fuerte, combatirá con ferocidad. El Banco anuncia su disposición a defender la paridad, encarnada en la banda cambiaria, a sangre y fuego y no vacila en elevar, bien por encima del 100%, las tasas del mercado interbancario, a tiempo que se proclamó dispuesto a agotar sus reservas en defensa de la banda.

Esa era una probabilidad que no cabía desdeñar, entre otras razones porque el Banco, con su anuncio de banda, facilitaba la labor de los especuladores, haciendo poco arriesgada su actividad que, de fracasar, tenía un costo acotado de artemano, y de triunfar, prometía grandes réditos. Las reservas se habrían podido agotar... De hecho, entre 1996 y 1999 el país perdió, en reservas de cambio, una cifra del orden de 1.826 millones de dólares.

Sin embargo, antes de que ello ocurriera, el eslabón más débil del sistema hipotecario, Granahorrar, especialmente frágil por su dependencia en materia de captaciones del mercado de dinero, se hunde y debe ser intervenida¹⁶.

Ahora bien, la quiebra de Granahorrar y de las otras entidades financieras que se fueron a pique por obra del brutal incremento de la tasa de interés propiciada por el Banco de la República resulta tanto más llamativa, cuando se tiene presente que la Superintendencia Bancaria tenía una idea bastante cercana de la fragilidad del conjunto del sistema financiera por concepto del riesgo de tasa de interés: en efecto, como ya hubo de señalarse, la Superintendencia había forzado a sus vigilados a que procedieran a estimar sus brechas de plazo y de

¹⁶ La "peque historia" de la quiebra de Granahorrar sería provechosa en lecciones en cuanto a como no se debe actuar (un próptese del riesgo sistémico), cuando se está en presencia de una fragilidad provocada por errores de política monetaria; en efecto, el hecho que a través del Banco de la República se había descomodando la soberanía de sus agentes y del sistema, no vaciló, en efecto, en retirar los depósitos de entidades oficiales en el momento de mayor fragilidad.

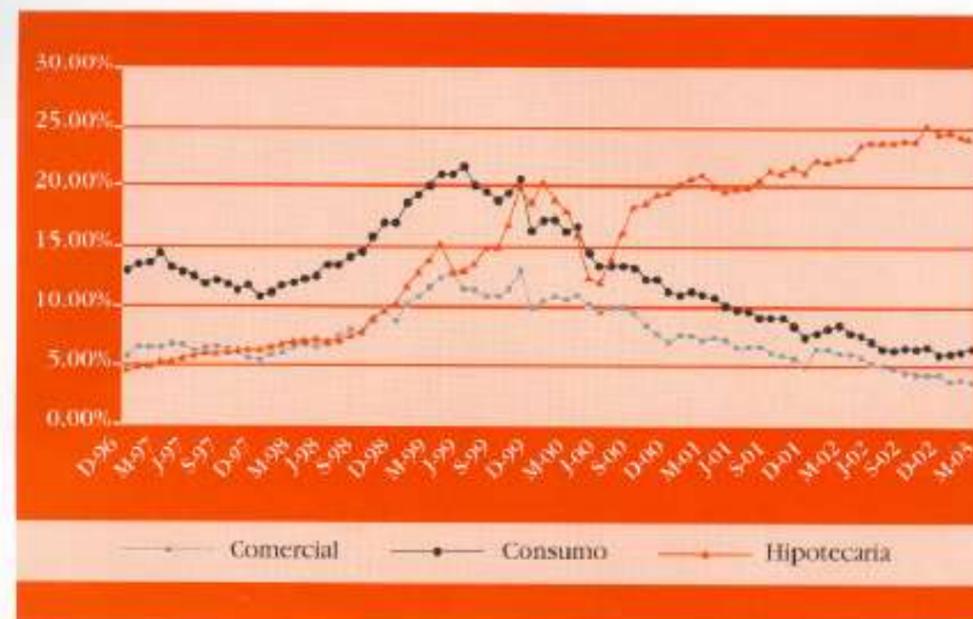
tasa de interés, obligándolos a efectuar un ejercicio de estrés del que resultaba que el sistema estaba en condiciones de soportar un incremento de la tasa en un horizonte de seis meses del orden de... ¡12 puntos de base! Ese fue el escenario retenido por dicha autoridad de tutela a título de variación máxima probable de la tasa. Pero, en lugar de los 12 puntos de base para un horizonte de seis meses, adecuados como test de estrés, acasé para los bancos suizos, el Banco provocó, en el curso de pocos días, un incremento superior a los ochenta puntos, no de base, sino porcentuales (un uno por ciento son cien puntos de base.)

Ese movimiento no era soportable, y no fue soportado. El país entró en una grave crisis bancaria y, especialmente, hipotecaria, pues la elevación de las tasas propiciada por el Banco de la República, potenciada por el nexo entre la conexión monetaria y la DTE, se tradujo en insolvencia de un buen segmento de deudores hipotecarios, obligados a entregar en dación de pago sus inmuebles desvalorizados, fenómeno que barrió con los bancos hipotecarios y destruyó el sistema de ahorro y vivienda, copado de inmuebles invendibles.

VIII. la crisis del sistema bancario y su tratamiento

Si la intervención de Granhorrar logró contener el riesgo de un pánico bancario, ella no bastaba para resolver los problemas señalados. La crisis bancaria también se siniestró: el indicador de cartera vencida alcanzando un pico de hasta más del 25% para la cartera hipotecaria y la de consumo, como es ilustrado por la gráfica inserta a continuación.

indicador de cartera vencida



Fuente: Juan Pablo Córdoba: "Evolución del sistema financiero colombiano", presentación en Power Point, realizada en la Universidad Externado de Colombia, mayo de 2003.

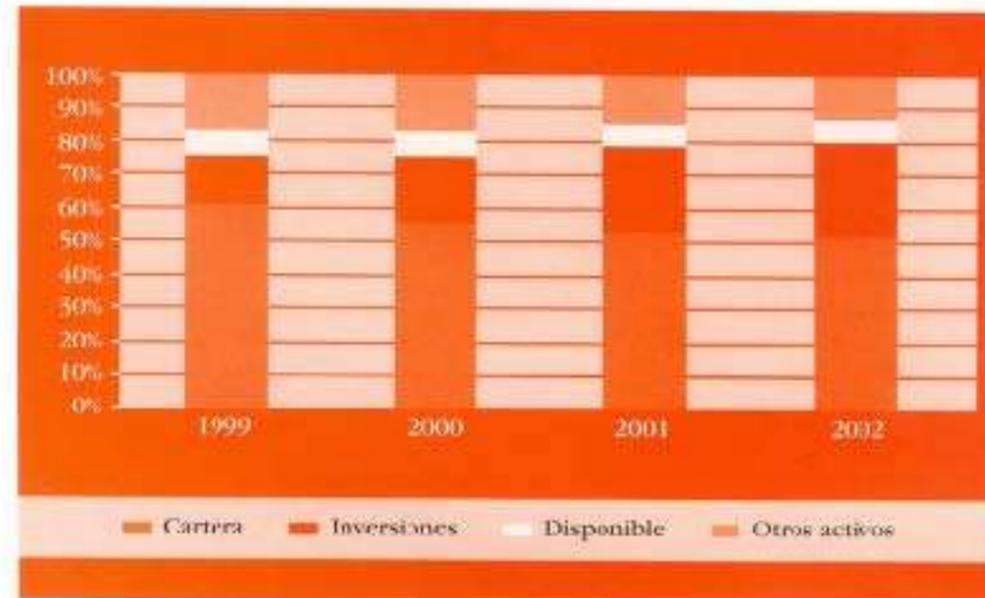
El Estado tuvo que entrar a tomar posesión de un gran número de entidades financieras, para no hablar de lo que le ocurrió a las cooperativas financieras. Entre tanto, la tasa de desempleo saltó de niveles del 12% en el 97 a niveles superiores al 20% de manera permanente.

Tan grave crisis no tenía precedentes en la historia nacional. Ni siquiera los oscuros años treinta habían registrado tan malos guarismos. La producción industrial se contrajo brutalmente, llegando a caer, según cifras del DANE hasta en un -13,53% durante el año 99, en tanto que se presentaba un estancamiento total del

crédito, producto de la pérdida de la calidad de sujeto de crédito de buena parte de los deudores, hipotecarios o no.

Al revisar un gráfico se confirma ese aserto, respecto del retroceso del crédito, en donde se muestra la importancia decreciente, y de qué modo, de la cartera dentro del activo total del sistema financiero.

composición del activo bancario



Fuente: Juan Pablo Córdoba "Evolución del sistema financiero colombiano", presentación en Power Point, realizada en la Universidad Externado de Colombia, mayo de 2003.

Ahora bien, ¿qué acciones adoptaron los responsables económicos y monetarios frente al, parcialmente inédito, problema que enfrentaban?

Antes de revisar la estrategia, vale la pena aclarar el uso del calificativo de parcialmente inédito, pues debe señalarse que, de alguna manera, el problema de la insolvencia de los deudores tenía un precedente claro en Colombia.

En efecto, tal fue uno de los temas que se le plantearon a don Esteban Jaramillo en los treinta y cabe lamentar que el país y sus dirigentes no hubieran revisado los principios con base en los cuales procedió, con la presteza que exigía la situación, el ministro de Hacienda de entonces para resolverla. Don Esteban Jaramillo decidió, frente a la insolvencia de los deudores y su incapacidad para atender los compromisos generados por la alta tasa de interés de las cédulas con las que se fondeaban los créditos reestructurar a fondo la relación de crédito.

Para ese esclarecido dirigente, no cabía duda de que la superación de la crisis pasaba por un redefinición de la relación prestamista - deudor que, teniendo en cuenta el cambio desfavorable del entorno para los deudores, restableciera la equidad de la relación crediticia, sin la pérdida de su calidad de sujeto de crédito de los endeudados¹⁷. En la exposición de motivos del decreto 280 de febrero 16 de 1932, se expresaba así el Ministro:

"El problema de las deudas de toda clase constituye el punto céntrico de la crisis actual y presenta para su solución dificultades casi insuperables. Ello proviene de que la cuantía numérica de esas deudas, expresada casi siempre en monedas de las más altas cotizaciones, continúa siendo la misma, acrecentada, además con intereses elevados, a tiempo que las cosas que han de destinarse para pagarlas disminuyen incesantemente el valor en proporciones extraordinarias. De esta suerte, a la vez que los deudores se sienten agobiados por el peso de sus compromisos, los acreedores anotan en sus libros, día por día, situaciones

¹⁷ Un maravilloso relato de estos episodios es el que provee Patino Rosselli en su ya citado trabajo. Véase, Patino Rosselli, Ob. cit.

y beneficios en gran parte ilusorios. Restablecer el equilibrio entre el valor efectivo de esas deudas y el de los objetos con que han de pagarse, constituye, en estos momentos de depresión económica universal, un desideratum casi imposible de realizar.

"Este problema ha asumido en Colombia caracteres de excepcional gravedad en lo tocante a las deudas privadas, y especialmente a las que contraieron durante la época de inflación con garantías hipotecarias o sobre inmuebles, cuyo valor y cuya renta se han mermado extraordinariamente, poniendo a muchos deudores en incapacidad casi completa de atender su servicio; y aquellos deudores han venido solicitando al gobierno, con el mayor empeño, que intervenga en alguna forma eficaz para aliviar esta situación. El gobierno ha contemplado el problema en todas sus fases, y aunque considera que en una época de completa normalidad no se justificaría su intervención en un asunto que es del resorte del derecho privado, juzga también que en momentos de tan grave emergencia como los actuales, la falta de esa intervención podría producir gravísimos males no sólo a los numerosos deudores de las instituciones bancarias, sino a la solidez y solvencia de esas mismas instituciones. Esta consideración lo ha movido a intervenir en el asunto, y después de un atento y detenido estudio de todos los factores que juegan en tan delicado y difícil problema, ha adoptado las fórmulas que se consagran en el decreto a que se refiere esta exposición.

"La idea fundamental de ese decreto ha sido la de procurar en lo posible una equitativa distribución de sacrificios entre acreedores y deudores, a fin de que estos puedan atender el servicio de sus deudas, y aquellos no se vean privados de recursos para cumplir, a su turno, las obligaciones que tienen contraídas. El gobierno ha creído que si no se alivia en lo posible la carga de los deudores hipotecarios, éstos

continuarán en la situación actual, que es prácticamente la de la suspensión de pagos, con grave detrimento de las instituciones bancarias¹⁸.

Y, según el recuento que hace Patiño Rosselli:

"Las principales disposiciones del decreto fueron las siguientes:

"a) Mediante el establecimiento de un impuesto, los intereses de las cédulas hipotecarias se redujeron al 7 por ciento, los de los préstamos hipotecarios al 9 y los de los préstamos entre particulares al 10 y al 12, según se tratase de operaciones con garantía real, o con garantía personal o sin garantía;

"b) Los intereses de mora fueron reducidos a los equivalentes a dos puntos en exceso de los estipulados como rendimiento durante el plazo;

"c) Se extendió a ciento ochenta días el plazo de las obligaciones que los bancos afiliados podían redescantar en el Banco de la República, plazo que conforme a la ley orgánica del emisor era de noventa días;

"d) Se estableció que los juicios ejecutivos con acción real o personal y los juicios de venta de los bienes dados en hipoteca o en prenda, en curso o que fueren entablados antes del 1 de agosto, quedarían suspendidos por el resto del año, a solicitud del deudor;

"e) Se impuso a los bancos hipotecarios la obligación de no cobrar intereses de mora a los clientes que les cubrieran las cuotas atrasadas dentro del término de ciento veinte días, a partir de la fecha del decreto;

¹⁸ Véase, Patiño Rosselli, *Op. cit.*, pág. 408 y ss. También en la *Crónica* de Esteban Jaramillo, editada por el Congreso Nacional y prologada por Juan Gamito Rosendo.

"f) Se dispuso que los bancos hipotecarios ampliaran al doble los plazos pendientes de sus préstamos de amortización gradual –sin exceder de veinte años– y que, de otra parte, suspenderían el servicio de sus cédulas internas, cambiándolas a su vencimiento por otras nuevas a cinco años."

Ese precedente será desdenado en el tratamiento que aquí se examina. En efecto, el gobierno, enfrentado, es cierto, a un problema que, dada la actual estructura de plazo del fondeo bancario, no se resolvería a través de una simple reedición de la solución de Jaramillo, resolvió poner casi todo el acento y casi todo el músculo financiero del 2 por mil, en el rescate, no de los deudores, sino de las entidades bancarias. Que el rescate de los deudores no fue la pieza clave del dispositivo, se demuestra a través de la revisión de las cifras de evolución de la cartera bancaria, entre el 98 y el 2002, la cual se contrajo brutalmente:

rentabilidad y crecimiento de la cartera



Fuente: Juan Pablo Córroba: "Evolución del sistema financiero colombiano", presentación en Power Point, realizada en la Universidad Externado de Colombia, mayo de 2003.

En honor a la verdad, debe señalarse que algunas agencias gubernamentales y estatales y un cierto número de responsables económicos pusieron su empeño en adynatar un enfoque alternativo, lo que explica las decisiones sobre reducción de deudas hipotecarias y la expedición de la ley 550.

Pero la primera de estas decisiones llegó cuando el mercado hipotecario ya estaba casi arrasado, y la segunda, una tentativa interesante de aplicar las llamadas *LONDON RULES*, vino al mundo sin ningún músculo financiero, lo que explica el poco efecto de ambas reformas para el restablecimiento del circuito de crédito. No son entonces de extrañar las cifras presentadas sobre la evolución negativa del crédito bancario. Y son esas mismas cifras las que conducen a preguntarse, ¿pero, entonces, a qué se dedicaron los bancos y las entidades financieras?

IX. la hipertrofia de la participación de la deuda pública en los balances de los intermediarios financieros... y de las entidades públicas!

Con el crédito cerrado al sector privado, aunado a la dramática caída en los ingresos fiscales, generada por la recesión, y la consecuente brecha en la ecuación fiscal, surgió un "atractivo" mercado para los intermediarios financieros en el financiamiento del sector estatal, que el mismo adoptara la forma de compra de TES en el mercado interno, de créditos a las entidades públicas o de adquisición de deuda soberana colombiana en mercados externos. De allí el retroceso del peso de la cartera en el conjunto de activos bancarios que ya se ilustró y de allí también la gran dinámica, dentro del activo bancario, del rubro inversiones de portafolio.



Cuando se tiene presente que, entre 1997 y el 2001, la deuda neta del sector público no financiero pasó de representar el 27% del P.B. a representar el 48% no resulta extraño el dinamismo de estos tres conceptos.

Son, en efecto, esos tres renglones los que se mostrarán, al contrario del crédito al sector privado, altamente dinámicos: en efecto, el crédito doméstico neto al sector público se multiplicó por 12 veces en el curso del cuatrienio 98-2002, pasando de 862,6 miles de millones de pesos en enero del 98 a 10.446,6 miles de millones, mientras que el rubro Activos netos del exterior (¿Yankees?) experimentó también un radical aumento, pasando de 4,2 billones a algo más de 20 billones (una multiplicación por cinco)¹⁹, a tiempo que el saldo de TES en manos de los bancos se situaba en una cifra del orden de 8 billones para el final del cuatrienio de Pastrana.

Por lo que hace a estos últimos dos conceptos, Colombia estaría, ahora sí, internacionalizada y un volumen sustancial de su financiamiento era ahora titularizado.

El financiamiento público externo titularizado alcanzó al final del período en cuestión una cifra del orden de 29 billones de pesos²⁰. Infortunadamente, no se han encontrado cifras que señalen expresamente la distribución por tipo de agente de los saldos de emisiones en dólares, y es por ello que se presenta la cifra del rubro Activos netos del exterior, de donde se puede colegir cuál es el tamaño del portafolio de títulos de deuda soberana emitida en el exterior en manos del sistema financiero colombiano.

No resulta osado, entonces, afirmar que el alza del spread y la consecuente desvalorización del portafolio de agosto de 2002 son expresión de un riesgo

¹⁹ Estas cifras son consultables en la página web del Barrepública, mientras que los que se presentan a continuación provienen de Ministerio de Hacienda.

²⁰ Página web, Ministerio de Hacienda "Perfil deuda total bruta GNC, Agosto 31 de 2002".



crediticio proporcional al tamaño de la exposición del ahorro captado del público y a la calidad del emisor en el que se han concentrado las colocaciones del sistema bancario. Hay en coacción una fragilidad financiera asociada a la capacidad de pago del gobierno.

Pero no solo los bancos encontraron en la financiación del desbalance fiscal una aplicación rentable de sus recursos. De los más de 40 billones emitidos en TES para agosto de 2002, cerca de 12,7 billones estaban en manos de las entidades públicas, y una cifra del orden de 5,5 billones son poseídos por las sociedades administradoras de Fondos de Pensiones y de Cesantías. Así las cosas, puede afirmarse que la convención de peso fuerte produjo un alto grado de miopía en cuanto al riesgo de prestarle al Estado, y que, en lo que hace al Estado, por lo menos en lo que se refiere a su endeudamiento en divisas, la convención de peso fuerte le ocultó la fragilidad financiera larvada que el crecimiento de su deuda implicaba. Miopía que hace nugatoria toda la reingeniería de privatizar el ahorro pensional.

La toma de conciencia por parte de las calificadoras de riesgo y de los inversionistas externos del conjunto de anomalías que ha sido descrito fue la que provocó el incremento del spread de la deuda colombiana, a mediados del 2002. Por cierto, el fenómeno de elevación del margen fue general para los países de la región, y parte del mismo acaso no sea imputable de manera directa al deterioro de los indicadores colombianos, y deba, más bien, ser achacado al cambio que han experimentado los flujos de inversión hacia mercados emergentes.

Sin embargo, tal vez resulta apropiado transcribir algunas consideraciones de la calificadora en septiembre de 2002, al comunicarle al mercado la nota adjudicada a la Deuda Soberana del Gobierno de Colombia²¹:

²¹ Fitch Ratings Services, 16 de septiembre de 2002, Londres.



Colombia tiene necesidades considerables de financiamiento externo de US\$7,6 billones en 2003, o 42% de sus CRX (actuales ingresos externos, una medida amplia de las exportaciones), lo que se compara desfavorablemente con la mayoría de los deudores soberanos calificados BB-. Del mismo modo, la deuda pública externa neta frente a los CRX de 71% es más alta que en la mayoría de los calificados con BB-. En años recientes, el gobierno colombiano ha aumentado su uso de fuentes financieras externas, y para mayo de este año, 27% de la deuda pública constituía deuda contratada en el mercado externo. Dadas sus considerables necesidades de financiamiento externo, Colombia sigue siendo vulnerable a un mayor deterioro en las condiciones de mercado que enfrenta, por ejemplo, del Brasil. Lo que es más, con más del 50% de sus exportaciones orientadas hacia el mercado americano, Colombia está expuesta al riesgo emergente de la stagnación americana.

Los déficits fiscales persistentes y el lento crecimiento económico están en la base del incremento de la deuda bruta del gobierno a un, esperado para el fin de año, 53% del PIB, frente a 24% en 1998, y frente a una mediana de 45% de sus pares BB- para 2002. Neto de los activos de la seguridad social y de la deuda en manos de otras entidades públicas, la deuda del gobierno pesa un 47% del PIB. Para estabilizarla a su actual nivel, el gobierno tendrá que aprovechar el claro mandato recibido en las elecciones de mayo e impulsar unas sustantivas reformas fiscales y pensionales. La agenda será especialmente desafiante, dada la necesidad de gasto adicional en programas sociales y de seguridad para soportar la estabilidad social y generar un ambiente más atractivo para la inversión²².

Tal fue el diagnóstico de Fitch en el mes de septiembre de 2003, y en ese mismo diagnóstico la calificadora habló de la necesidad de un superávit primario de 1% del PIB, como requerimiento para estabilizar el nivel de la deuda.

A estos ingredientes internos, responsables del alza del spread, se agrega el problema de la contracción de los flujos hacia mercados emergentes, los cuales se han venido reduciendo en tramos importantes, pasando de un promedio anual



de US\$180 mil millones en los últimos diez años a una cifra de apenas US\$113 mil millones estimada para el 2003²³. Y en esta reducción probablemente jueguen papel importante, tanto el golpe sufrido por los inversionistas de los países desarrollados por obra del ajuste de precios de la nueva y de la vieja economía²⁴, como la pérdida de confianza provocada por los escándalos contables del tipo ENRON, tan generalizados en el último periodo.

X. los retos de la política económica

Una vez revisada la génesis de la actual coyuntura y develadas las fuerzas que la determinan, procede incursionar en los espinosos campos de la economía normativa y de la economía política.

El riesgo de insostenibilidad de la deuda pública, externa e interna, y el que se cierne sobre la deuda externa privada, constituyen los rasgos más característicos de la coyuntura actual. La acción de la política económica frente a estos retos se coloca en primer plano y su atenuación ganará en urgencia en la medida en que los mercados financieros ajusten su percepción de las realidades locales y regionales. En este sentido la problemática se presentaría como un tema de las finanzas, esto es, de la capacidad de diferimiento que las condiciones propias y del entorno del mercado otorguen al deudor.

Esta visión es incompleta si se considera sólo el aspecto financiero; conllevaría al error de concebir la solución como el resultado de la capacidad negociadora de acreedores y deudores, soslayando los factores que fundamentaron el resultado.

²² Véase "Hiroshima financiera", entrevista a Carlos Singer en *Barrón Zero* #9 Universidad Internacional de Colombia, octubre de 2002.

²³ Se estima que la caída de los índices de bolsa en el curso del último año y medio ha tenido como efecto que se "evaporen" en el mundo desarrollado 0007.000 millones de dólares en el precio financiero. Véase "La crisis de confianza se contagia", por Arbeláez y Romero, en el ya citado número de la *Barrón Zero*.



que hoy se tiene. Un arreglo financiero depende de la capacidad de pago del deudor antes que de su habilidad en las negociaciones o en la administración de su imagen.

La capacidad de pago de una nación está determinada por los resultados de su balance en cuenta corriente con el resto del mundo. El déficit en este rubro es un pasivo que atenderán las siguientes generaciones mediante creación de superávits. Los incrementos en la productividad son necesarios para mejorar la competitividad internacional y producir ese resultado necesario y con ello honrar las obligaciones acumuladas con los socios comerciales, acreedores e inversionistas. Además, es indispensable un adecuado anclaje de la moneda, a lo que deben concurrir las políticas monetaria y cambiaria.

El repago de la deuda pública está directamente determinado por los efectos de la política fiscal, en la que la dinámica económica es a su vez de sensible influencia. Sin embargo, y también lo ha demostrado la historia, los excesos en el arbitrio rentístico menguan al aparato productivo o inducen desviaciones del sendero del bienestar colectivo. Por ello, el balance entre gasto e ingreso público demanda un adecuado equilibrio de los instrumentos de las finanzas del Estado. En relación con los acreedores externos, los estados están en condiciones de cumplir con sus obligaciones en función de las resultantes de la política de estabilización macroeconómica. Las obligaciones con sus súbditos son diferibles bajo la condición de consenso en torno a la distribución de su carga, tanto en términos de distribución de la renta como de la transferencia intergeneracional de las obligaciones.

La capacidad de pago de la deuda externa privada descansa en la generación de divisas por la exportación de valor agregado nacional, si se pretende un flujo estable de recursos y no depender de las transferencias de familiares exiliados por la exclusión económica o por otras yerbas. En este sentido, la asignación eficiente del ahorro, tanto en su acepción informacional como operacional, es determinante en el logro de la competitividad del aparato productivo local.



Esta consideración explica lo determinante que ha sido en la génesis del momento actual el desempeño observado en el proceso de movilización del ahorro, interno y externo, hacia la inversión. El mercado financiero, en razón de las reformas inactivadas que se le aplicaron y de la burbuja en los precios de los activos que preservan el valor, se caracteriza por su ineficiencia en su función asignadora de recursos. Se está en presencia de un racionamiento del crédito por parte de los intermediarios bancarios hacia el aparato empresarial, en tanto que acumulan en sus activos títulos de deuda pública. Al mismo tiempo, el mercado de valores también se ha sesgado hacia la acumulación de colocaciones en títulos públicos eliminando la posibilidad de mejorar la competitividad empresarial por la vía de los recursos desintermediados.

Así, se puede concluir que la urgencia se ubica en el diferimiento de las obligaciones crediticias del Estado. Pero la importancia se centra en la construcción de soluciones estables a la capacidad de pago de la Nación, que comprende tanto al Estado como al conjunto empresarial. La reprogramación de pagos sin atender lo importante conduciría a una crisis posterior más aguda en la que los problemas se verían incrementados: mayor deuda y menor capacidad de generación de excedentes para cancelarla.

Privilegiar lo importante y solucionar lo urgente recuerda el viejo conflicto entre la política económica de estabilización y la política de desarrollo económico²⁴. Como entonces, se corre la grave contingencia que el pragmatismo de corto plazo se imponga y termine adoptándose la opción parcializada del apazamiento y de la acumulación de anomalías.

²⁴ Conjunto de formulaciones teóricas para inducir reformas estructurales que concuerdan a la dinámica de la producción y a la mejora en las condiciones de vida de los habitantes de la periferia mundial y que hoy ni se estudia ni se aplica, por voluntad del mercado.



a. los retos del diferimiento

La viabilidad del continente, como en los ochenta, depende de un acuerdo entre acreedores y deudores y no sólo del querer de estos últimos. Sin haber cancelado aún los Bonos Brady engendrados en la crisis anterior, América Latina, con diferencias entre sus naciones, está compelida a lograr una pausa en el flujo de pagos, so pena de someter a sus habitantes a un nuevo y más doloroso período de estancamiento y degradación en las condiciones de vida.

Grandes diferencias se destacan en esta coyuntura con respecto a la anterior.

Se ha señalado de manera repetida que los acreedores son diferentes a los del pasado. Los actuales son fiduciarios del ahorro pensional de los países desarrollados, quienes tienen el deber de la diligencia debida, sobre el cual se construye la confianza en las instituciones financieras. Ésa es una restricción de importancia pues limita los grados de libertad de una de las partes en la negociación, a tiempo que determina que el acreedor es un número grande y disperso de entidades.

No menos importante resulta el hecho de que la dinámica de estas estructuras financieras sobrepasó las capacidades de la arquitectura del sistema monetario internacional, cuyo diseño fue adecuado al mundo de las finanzas bancarizadas y con significativos menores flujos internacionales de capitales; por ende, desbalances de significativa menor cuantía.

En el contexto contemporáneo el prestamista de última instancia se ha desplazado del FMI hacia la banca central de la metrópoli. Es éste el centro capacitado para prohijar y avalar acuerdos que involucran ingentes ahorros de sus nacionales y cuyo potencial siniestro compromete la estabilidad política del mundo desarrollado. Aunque son pocos los eventos en los cuales grandes masas



acumuladas en portafolios colectivos de estos países han entrado en riesgo, bajo tales circunstancias el sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos de Norteamérica ha intervenido como prestamista de última instancia²⁵. Tal antecedente merece ser tenido en cuenta.

Al respecto es pertinente examinar las capacidades específicas que la política monetaria americana entrega a la FED para que actúe en esta función que la historia le ha ido asignando. No es claro que la capacidad crediticia del dólar no tenga acotación alguna, pues nada puede crecer al infinito en un mundo finito. Este tema entonces requerirá de una evaluación más cercana.

Sin embargo, sería mícpe dejar a la política económica de la metrópoli la responsabilidad de intermediar en un proceso de diferimiento de obligaciones de países extranjeros con sus ciudadanos; el reconocimiento del papel de prestamista de última instancia es necesariamente un asunto de la política-política y hará recordar ese doble carácter de las instituciones monetarias.

Se tienen ya dibujados dos actores: acreedores e intermediario avilista. ¿Qué requieren los deudores? Considerar que el pliego se reduce al diferimiento es reproducir el proceso ya vivido y no cancelado. De la experiencia anterior quedó la enseñanza de prestamistas que racionan el crédito a quienes han reestructurado; luego de los acuerdos, a Latinoamérica se le cerró el acceso a los recursos de crédito bancario. Así, el resultado deseado por los deudores debe no sólo ser la procura de un diferimiento viable de las obligaciones sino el preconizado por la vieja teoría del desarrollo del complemento del ahorro interno con el ahorro externo como soporte al crecimiento y desarrollo.

Si ese es el resultado deseable, ordenar los desequilibrios internos y externos de las economías de América Latina resultará la única garantía admisible y otorgable.

²⁵ En este texto se mencionó la intervención durante el terremoto. Convendría revisar la experiencia del ETCM (previa a la crisis del sudeste asiático).



en el proceso de negociación. No se trata de cosa distinta que de solidificar la capacidad de pago de las naciones deudoras.

Un problema importante, y que debe ser evaluado, tiene que ver con la decisión sobre la manera de proceder en la negociación: ¿debe adelantarse por separado, o deben los países latinoamericanos, en función de su problemática común, negociar conjuntamente? Esta última alternativa, aunque de seguro dañaría peso al grupo de deudores, podría complicar de manera importante la negociación, ya difícil por la pluralidad de actores y de intereses en conflicto.

Finalmente, el problema del tiempo de la negociación.

La vertiginosa caída de las tasas de interés mundiales conforma un marco propicio para convenir un esquema de diferimiento satisfactorio para las partes. Pero en economía, a diferencia de la física, todo lo que cae tiende a subir. Además los rangos de los plazos serán altos, introduciendo exposiciones al riesgo de tasa de interés que deberán ser evaluados y proveídos los mecanismos de cobertura.



evolución de la tasa cero riesgo a 10 años en USA²⁶



evolución de la curva de rendimiento cero riesgo en USA • 1990-2003²⁷





Existe un marco relativamente factible para el diferimiento, que de lograrse, abriría espacio para ordenar los desequilibrios interno y externo de las economías de América Latina. Es altamente notable que sin tal diferimiento negociado, se incurra en uno forzado.

Y, ¿qué podrían ofrecer los deudores a cambio del mismo? Debe insistirse en que el principal argumento, ya exhausta por sustracción de materia la fuente de ganancias extraordinarias de las privatizaciones de toda clase, es el ordenamiento de los desequilibrios internos y externos; esto es una sólida y confiable capacidad de pago para construirse.

Más aún, en el evento de no alcanzar un diferimiento negociado se hará más urgente atender lo importante.

b. el reordenamiento fiscal

Una docena de reformas tributarias en el transcurso de una decena de años han pretendido en vano corregir el defecto fiscal. Tales esfuerzos han dado al traste con los escasos vestigios de un sistema tributario que la teoría de la hacienda pública reclama neutro a los procesos de cesión de los agentes económicos y al que la economía política le asigna la función de reequilibrar la distribución del excedente social.

Por su parte la dinámica del gasto se ha tornado incontrolable. A diferencia de los ochentas, cuando resultaba visible la destinación de los recursos proveídos por la deuda pública externa hacia la construcción del sistema de generación de energía, en la actualidad la orientación de los recursos del nuevo endeudamiento

²⁶ Fuente: *Unidades de Cuenta*, Cálculos de los autores.

²⁷ *Ibid.*



no se refleja ni en la dotación de infraestructura física ni en la mejora en las condiciones de vida de los colombianos.

b.1. la estructura tributaria

Las reformas tributarias a repetición para colmar unos déficits nacidos de la caída en el nivel de actividad y de la renuncia precipitada a los ingresos fiscales derivados del comercio exterior, reformas en las que la última de las preocupaciones ha sido el tema de la política de desarrollo y la primera la obtención, a cualquier precio, de rentas fiscales en una economía sometida a un largo período de estancamiento, configuran un escenario de 'saturación fiscal' que para ser superado exige diseñar fuentes de renta que no se limiten a gravar la actividad, sino que también la estimulen.

Tal fue la virtud de mecanismos hoy enterrados, pero que, en su momento, sirvieron para promover el desarrollo. En el marco de la OMC y demás acuerdos comerciales, debe optimizarse el nivel de los aranceles, que le devolverían parte de sus mercados a las industrias nativas, dándoles el respiro necesario para que se reestructuren, a tiempo que se actúa sobre el balance comercial externo.

Estas acciones de coyuntura deben otorgar el tiempo necesario para enderezar el galimatías de un sistema tributario enmendado a pedazos. Para ello es necesario examinar a detalle la docena de reformas y verificar la elasticidad de los recaudos frente a los niveles de las tarifas, en la búsqueda de un nivel que facilite su administración y desincentive la evasión y la elusión.

También se requiere la revisión integral de los impuestos existentes, en especial de aquellos transitorios devenidos en perennes y que comportan las mayores distorsiones. En fin, lo urgente en materia tributaria es rediseñar la



estructura impositiva que no sólo recaude lo indispensable sino que cumpla los propósitos de equidad e incentivo al crecimiento.

Tal solución no es meramente técnica. En la base de un sistema de contribuciones fiscales eficiente en el logro de sus objetivos subyace un sólido acuerdo social. La ausencia de este consenso explica situaciones en las cuales el sistema político ha sido incapaz de sobrevivir, como en Argentina en 2001. De manera que abocar una reforma al sistema impositivo debe proponerse no sólo la construcción de solidez financiera del Estado sino procurar recomponer la equidad y neutralidad de los impuestos. La avaricia en buscar el punto de mayor elasticidad del recaudo de las tarifas, debe acompañarse de la reivindicación de los principios esenciales de la hacienda pública.

b.2. el gasto

La revisión de gasto público y su eficacia están también al orden del día. En este tema concurren tres tipos de reflexión: el pasivo pensional, el inacabado proceso de descentralización y la eficacia del servicio público.

Importante contribución al déficit público proviene del reconocimiento del pasivo pensional a cargo de la nación. Las prácticas contables del FMI adolecen de la rigurosidad debida al darle a este problema un tratamiento de caja que no de causación. Con ello, se obliga a revelar una deuda oculta cuando el régimen pensional se modifica a un sistema como el adoptado por la Ley 100 de 1993. Lo prudente es que tal deuda siempre estuviere revelada en su magnitud actuarial.

De manera que el problema no puede adjudicarse a la formalidad de un asiento contable. Independientemente de cómo se contabilice, la realidad es que factores demográficos determinan que el pasivo no sólo crezca como lo hace sino que se torna cada vez en más exigible. Cambiar los parámetros del ritmo de



causación implica modificar derechos adquiridos por unas generaciones que cumplieron o están por cumplir su parte del contrato. Lo delgado del manejo de este tema radica en la inestabilidad que induce una modificación unilateral de una convención adoptada legalmente, aceptada por las partes en su momento. Con un antecedente de este tipo, ¿quién confiará en las nuevas reglas?

Un tratamiento para explorar es la asignación específica de activos de la nación para este propósito. Las escasas potencialidades que restan en materia de privatizaciones deberían, desde ya, destinarse como contrapartida de capital de riesgo a este fin. Su potencial faltante deberá ser cubierto por las nuevas inversiones de capital que efectúe el Estado.

Un audaz paso para acercar el Estado al ciudadano fue dado cuando el país optó por adelantar la descentralización de sus instituciones. Una expresión fue la elección popular de mandatarios locales. Tal proceso implicaba la cesión de funciones centralmente atendidas para que en adelante correspondieran al resorte de los gobiernos locales. La dinámica de las transferencias de recursos hacia los entes territoriales durante la década no parece haber tenido la correspondiente contrapartida en la asunción de funciones. Las fuerzas políticas regionales y los afanes políticos de la ingeniería electoral nublan este panorama de una reforma inacabada: ni el sector central se redujo en las proporciones esperadas ni los gobiernos locales han asumido obligaciones para las cuales han recibido recursos. El país debe decidir si la estructura descentralizada debe culminarse o no y proceder en consecuencia.

Otra importante fuente de crecimiento del gasto está ubicada en los sectores de la salud, de la justicia y de la educación. El crecimiento de los recursos asignados carece de contrapartidas claras en la calidad o en la cobertura de los servicios que ofrecen tales sectores. Podría probarse la hipótesis de que con menos recursos en circunstancias anteriores, los resultados obtenidos eran proporcionalmente



mejores. Se está en presencia de un fenómeno de pérdida de eficiencia en la gestión pública. Este parece el reto más desafiante en la consecución del equilibrio fiscal.

c. los desafíos de la macroeconomía financiera

El paradigma con que se ha orientado la política monetaria y cambiaria ha sido fuente de acumulación de anomalías y distorsiones. Es un marco conceptual que impide revelar las fuentes de desalineación en los precios, por lo cual la inflación en el mercado de los activos que preservan el valor continuará como tendencia imperante hasta tanto tales políticas incorporen una postura pragmática que reconozca los efectos de la liberación financiera y cambiaria en los mercados fragmentados y asimétricos.

La tendencia a la revaluación de la tasa de cambio, cuya medición a través del índice general de precios es insuficiente, está alimentada en gran medida por el amplio margen de intermediación bancaria. Este margen conforma un túnel de arbitraje en la paridad de la tasa de interés cubierta. De manera que la intervención del emisor sobre la tasa de interés de corto plazo afecta la tasa de captación y no a la de colocación, cuyo nivel es el atractor de recursos especulativos. Si este margen es suficientemente amplio y no está acotado permite cubrir la prima de riesgo país, con la cual los mercados premian a las economías inestables.

¿Cuál inflación mide el IPC? ¿Es este indicador el patrón adecuado para determinar el anclaje de la moneda? En primer lugar, tal indicador tiene implícita una estructura de distribución de la renta nacional que nunca ha sido sujeta a discusión en un Estado que se reclama democrático. En segundo término, el indicador tiende a subestimar el impacto sobre la competitividad del encarecimiento de los bienes no transables, tan importantes en el mundo de las finanzas desreguladas.



Finalmente, deben evidenciarse los diferentes resultados entregados por el viejo paradigma y el nuevo en el manejo de las contemporáneas y universales crisis sistémicas. Quienes optaron por el enfoque ortodoxo sumieron a sus naciones a procesos masivos e irremediables de destrucción de riqueza. El enfoque pragmático mitigó los estragos y construyó sendas de pronta recuperación.

Como señalara *The Economist*²⁹, los banqueros centrales tradicionales tienen montado un operativo de represión draconiana a los brotes de inflación, mientras el mundo se debate en la inminencia de una profunda recesión. En estas circunstancias de vientos cambiantes no conviene echar las llaves al riar, como lo hizo Argentina al consagrar como norma constitucional una paridad fija a su tipo de cambio. O como se pretende al proponer congelar el gasto público.

La macroeconomía en esta parte de la historia tiende a premiar a los pragmáticos, no a los fundamentalistas. Ahora bien, la simple aceptación de un acuerdo de principio sobre la conveniencia del pragmatismo es insuficiente como pista de acción, puesto que, para parafrasear las palabras del profesor Aglietta³⁰ y a pesar de la ausencia de indicadores de competitividad cambiaria apropiados, hay fuertes indicios en el caso colombiano de que "(es) el acoplamiento del régimen cambiario y del endeudamiento en divisas extranjeras el que acarrea la posibilidad de equilibrios múltiples".

Uno es el nivel de equilibrio cambiario que posibilite al país volver a tener unas exportaciones lo suficientemente dinámicas para arrojar saldos positivos del balance de cuenta corriente que permitan pagar la deuda, mediante la penetración en nuevos mercados externos en un ambiente internacional moroso.

Y otro bien diferente nivel de tasa de cambio, quizás el actual, el que oculte la insolvencia de los endeudados con el exterior.

²⁹ *The Economist*, Special Issue, Vol. 364, Número 8252, Sept. 18, 2001.

³⁰ "Regulación financiera, crisis y rol de la regulación prudencial: algunas lecciones de la experiencia reciente", incluido en esta revista.



Pero en estas materias, el ajuste del 82 dejó lecciones acerca de cómo gerenciar esta multiplicidad de equilibrios, también olvidadas en la segunda gestión del ministro Junguito. Como la de don Esteban Jaramillo, la lección dejada por Junguito versión primera, por el Junguito de la Resolución 33, cayó en el olvido... ¡por obra de Junguito mismo! Hay que refrescar esa experiencia, para poder proceder a ajustar el tipo de cambio de equilibrio de las exportaciones, cuyo nivel no puede ser otro que aquel que le devuelva dinámica a las ventas externas.

d. la construcción del mercado de capitales

Pero los temas hasta ahora presentados no configuran la totalidad de las acciones que es menester poner en marcha para resolver la problemática nacional; constituyen condiciones necesarias, más no suficientes para salir del embrollo al que conlajo la desordenada manera en que se adelantó la desregulación en Colombia.

Con su solución, quedaría aún pendiente la cuestión de saber si Colombia puede tener una mejor inserción que la actual dentro del proceso de globalización. Se trata pues de responder a la cuestión de cómo puede el país sacarle un partido positivo a la "aventura obligada", que tan pobre saldo presenta hasta el momento.

Se impone abordar el examen de la estructura del mercado financiero colombiano, adoptando el concepto de la globalización como una innovación sistémica, y teniendo en mente que: *"desreglamentar es un acto discrecional de un gobierno. Pero modificar la organización de los establecimientos financieros, los sistemas de control de riesgo, los criterios de evaluación, cambiar los mecanismos incentivos y las competencias del personal son evoluciones de largo plazo"*³⁰.

³⁰ Ibid.



Conformar un mercado de capitales capaz de atraer y asignar eficientemente el ahorro interno y el ahorro de los países viejos para que alimente la acumulación local, es el elemento determinante de la construcción de una base más sólida para una mejor inserción externa de la economía colombiana.

El presupuesto conceptual del que se parte concibe que para obtener resultados positivos de la globalización, es necesario contar con un mercado de capitales profundo y vigoroso. Y ese es un reto considerable: la globalización partió de los Estados Unidos y partió de allí en razón a la madurez alcanzada por su mercado de capitales. Tal madurez presupuso el desarrollo de una serie de procesos: de una parte, la revolución conceptual iniciada por Markowitz y continuada por lo que se denomina la hipótesis del mercado eficiente; de otra, la aplicación de esta concepción a la práctica social del mercado, materializada en la reforma del mercado de valores de 1975 y en la construcción de la poderosa industria de portafolios colectivos.

Las nuevas reglas contempladas en la reforma mencionada parten de definir que el mercado financiero es un activo de la nación y en consecuencia, la información allí generada tiene carácter público, por lo cual debe ser compartida por todos los agentes del mercado. Lo trascendental de la decisión es la conformación de mecanismos de prevención de equilibrios asimétricos despojando al mercado del medio ambiente favorable para los juegos Ponzi³¹. Se construyó así un mercado en el cual el *"dado es honesto"* y se puede verificar la ley de un solo precio.

Esa misma reforma dio lugar al desarrollo de especialistas y market makers, elementos claves para alcanzar profundidad en los mercados, pero que fueron sujetos a un conjunto restrictivo de obligaciones, entre las que se contó la de darle a sus clientes los mejores precios de ejecución, obligaciones contrapartida de su derecho a actuar en posición propia.

³¹ En los años 20 el estafador bostoniano Charles Ponzi engañó a los inversionistas ofreciéndoles altos retornos que era capaz de pagar durante un tiempo usando el dinero prestado por los nuevos clientes. Cuando se agotó el flujo de nuevas captaciones, Ponzi fue incapaz de cumplir sus obligaciones haciéndose evidente el fraude.



Gracias a estas reformas de estructura (nunca abordadas en Colombia), pudo entonces florecer la industria de los Fondos Mutuos y de portafolios colectivos en general. La transparencia en los procesos de formación de precios y la mejora en la calidad de los precios de ejecución se consiguieron, a su vez, en argumento atractor de la oferta de papeles, hecho lógico, toda vez que para los emisores de títulos el precio cuenta, pues es la representación del costo de capital del financiamiento por esta vía.

Esas adaptaciones institucionales concurren a la búsqueda de un resultado de grandes implicaciones: que se cumpla la Ley de un sólo precio. Ello garantiza que no haya en los mercados procesos injustificados de transferencia de riqueza. La unicidad de la señal de precio es estratégica, y lo es tanto más cuando la economía ha sido desregulada, puesto que, en esas circunstancias, son los mercados los que proveen los parámetros para la asignación del conjunto del ahorro.

Pero, en todos estos aspectos, el país no ha iniciado su proceso de aprendizaje y ajuste institucional.

En lugar de la Ley de un sólo precio, en los mercados de valores nacionales rige la Ley del precio incierto. La dispersión de las señales de precio generadas por la Bolsa de Valores podría calificarse de dramática por cualquier observador desprevenido, que se preguntaría a título de qué labor los intermediarios bursátiles negocian con sus clientes con el curioso concepto de precio de cesión, encajando para sí las mejoras de precio derivadas de la confrontación con la demanda del mercado. Un observador avisado consideraría, en cambio, que tal dispersión es, en verdad, pequeña, frente a la que exhiben los precios de la Bolsa con los de otros circuitos transaccionales locales (Enlace, Sen, etc.) en donde se negocian, a la misma hora, los mismos papeles que en bolsa, pero con precios radicalmente distintos a los del llamado mercado abierto.

Tal pandemonium hace literalmente imposible la producción de señales significativas para la asignación eficiente de capital. Esa imposibilidad deriva, entre



otras, de que, con unos mercados que funcionan en condiciones tan deplorables, también es imposible pensar siquiera en desarrollar mercados de derivados, pues no es posible definir un precio de liquidación de las posiciones⁵².

Y ello significa que el carácter radicalmente incompleto de los mercados nacionales, el cual, como bien lo mostró Kenneth Arrow, constituye un obstáculo para alcanzar la eficiencia asignativa⁵³, está condenado a perpetuarse, hasta tanto no se resuelva el tema de la calidad de los procesos de formación de precios en el mercado colombiano. La gestión de riesgo a través del mercado, en tales condiciones, no es viable. Pero es indispensable viabilizarla, si se quieren capitalizar las oportunidades de la globalización, pues el costo de capital se encarece en presencia de procesos de mayor incertidumbre moral en la valoración de activos financieros.

No menos importante resulta la inspección en los procesos de formación de precios en los mercados de títulos de deuda pública. En el proceso de regulación del mercado norteamericano un papel trascendental fue el desempeñado por Milton Friedman en 1959, cuando demostró que los mecanismos de subasta de papeles de la Tesorería prohibían la manipulación de precios. Recientemente y utilizando técnicas de la economía experimental, Robert Jarrow⁵⁴ ha mostrado la importancia de los procesos de adjudicación en la manipulación de precios de este tipo de instrumentos y en la generación de burbujas. La estructura del mercado de deuda pública examinada por este autor es muy similar a la del mercado colombiano, pero con menor número de jugadores.

Finalmente, es imperativo restablecer la coherencia de la insepulta, pero muerta estrategia de promoción de la capitalización empresarial que se estableció

⁵² A partir de lo dicho, se puede evaluar la seriedad de la propuesta de resolver el tema del riesgo de los inversores de TIB y de Yandees... garantizando un mercado de derivados! No puede existir transferencia de riesgo de un mercado spot (o precio incierto) a uno de derivados cuyo precio resultara, nominalmente, incierto.

⁵³ Ver los Trabajos de Eugenio Fama en THE BEHAVIOR OF STOCK MARKET PRICES.

⁵⁴ Jarrow, Robert. MANIPULATION AND BUBBLES IN T-BILLS en www.fama.unc.edu



er la Ley 75 del 86. Esa vuelta a la vida de dicha estrategia, debería acompañarse del montaje y puesta en marcha de estructuras de acompañamiento para las empresas que decidan ir al público, estructuras que deberían privilegiar a las empresas cuyos proyectos sean susceptibles de aportar divisas. Esas estructuras deberían además suplir, con esquemas creativos, la falta de una cultura de capital de riesgo. El diseño de las mismas ha de ser muy cuidadoso y tendrá, sin duda, que echar mano de los desarrollos modernos de gestión de riesgo.

Pero en este contexto la política tributaria crea inhibiciones importantes. Las prácticas empresariales de evasión fiscal, inducidas por elevadas tasas y por la inestabilidad regulatoria, se traducen en estados financieros con menguada capacidad de revelación. Frente a este tipo de referentes fundamentales en las decisiones de inversión mal puede reclamarse por la ausencia de inversionistas.

El mercado de capitales debe, entonces, construirse a partir de prácticas empresariales transparentes. Y ello sólo resultará factible si las empresas a privatizar, para quienes la práctica del acomodo contable en función de la optimización fiscal no se aplica, conforman la fuente de oferta de activos financieros en el mercado público. Ello resulta consistente con la solución propuesta al financiamiento del déficit pensional. Pero, al mismo tiempo complementa la lucha contra el desequilibrio demanda-oferta originado en las reformas que indujeron la conformación de portafolios colectivos.

El sector empresarial privado tendrá que evaluar el beneficio costo de un asincronismo fiscal como prerrequisito para acceder al ahorro público desintermediado y mejorar su competitividad internacional por la vía de la reducción del costo de capital.

Si alguna lección quedó de la *Enronitis* o crisis de confianza originada por deficientes manejos contables, es una elevación de los estándares para acceder



a los mercados públicos internacionales³⁵. A ellos deberán atenderse los potenciales capadores de ahorro externo, públicos o privados.

Tal es la agenda para el principal factor faltante de la solución a la fragilidad financiera.

³⁵ Ver la ley promulgada en agosto de 2002, conocida como SABARNES OXLEY.