



ASOCIACION BANCARIA
Y DE ENTIDADES FINANCIERAS
DE COLOMBIA



ECONOMIA Y FINANZAS EN COLOMBIA
DESPUES DE LAS REFORMAS
Una Perspectiva Internacional

ASOBANCARIA

ISBN-9589040-26-8

Esta obra no puede ser reproducida en todo o en parte sin permiso escrito del editor.

Copyright 1995

Compiladora: María Constanza Mejía Meneses
Gerente de Información

Edición: Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia

Carátula: Carlos González Bravo

Diagramación: Siervo Beltrán Prada

Impresión: Artes Gráficas, Asobancaria

CONTENIDO

PRESENTACION

SESION DE INSTALACION

<i>Guillermo Paniza Ricardo</i>	9
<i>César González Muñoz</i>	15
<i>Imposición de la medalla de la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia, Asobancaria: Homenaje al doctor Francisco José Ortega Acosta, a su esposa y a sus hijos</i>	33
<i>Semblanza del doctor Francisco Ortega</i>	35
<i>Palabras de la señora Beatriz de Ortega</i>	37
<i>Ernesto Samper Pizano</i>	41
<i>Jorge Castellanos Rueda</i>	55

LA COYUNTURA ECONOMICA DE COLOMBIA

<i>Mauricio Cabrera Galvis</i>	87
<i>Luis Bernardo Flórez Enciso</i>	111
<i>Juan Camilo Restrepo</i>	121

EL IMPACTO DE LA ESTABILIZACION EN EL SISTEMA FINANCIERO: EXPERIENCIAS COMPARADAS DE ARGENTINA BRASIL Y CHILE

<i>Sebastiao Cunha</i>	131
<i>Mario Vicens</i>	163
<i>Preguntas</i>	181

EL FINANCIAMIENTO EXTERNO Y LAS ECONOMIAS LATINOAMERICANAS	
<i>Guilherme da Nobrega</i>	189
<i>Alejandro Reynoso</i>	199
<i>Mario Vicens</i>	215
VALORIZACION A PRECIOS DE MERCADO: LA EXPERIENCIA EUROPEA	
<i>Robert Lissauer</i>	231
<i>Preguntas</i>	235
EL MERCADO DE DERIVADOS Y SU REGULACION: OPORTUNIDADES Y RIESGOS	
<i>Sheila Tschinkel</i>	245
<i>Luis Gabriel Jaramillo</i>	253
LA ESTRATEGIA DE FINANCIAMIENTO PUBLICO PARA LOS PROXIMOS AÑOS	
<i>Clemente del Valle</i>	269
EL SECTOR FINANCIERO Y LA POLITICA DE ESTABILIZACION	
<i>Hernando José Gómez</i>	293
EL USO DE LA TECNOLOGIA EN EL MERCADEO DE PRODUCTOS FINANCIEROS: LA EXPERIENCIA DEL BANCO DIRECTO DE ARGENTARIA	
<i>José Luis Altolaquirre</i>	307
SESION DE CLAUSURA	
<i>Luis Carlos Villegas Echeverri</i>	327
<i>Guillermo Perry Rubio</i>	337

PRESENTACION

El acontecer económico nacional e internacional, y la situación actual del sistema financiero colombiano fueron examinados bajo el lente de expertos analistas en el mejor escenario para hacerlo: Banca 95, La Convención Bancaria y de Entidades Financieras reunida en Cartagena de Indias.

El evento se caracterizó este año por el temario, diseñado con especial énfasis en la dimensión internacional de la coyuntura económica y financiera.

Esta publicación recoge el análisis que sobre el rumbo de la economía, y del país en general, hizo el señor presidente de Colombia, Ernesto Samper Pizano, así como las intervenciones del ministro de Hacienda y Crédito Público, Guillermo Perry Rubio y del Superintendente Bancario, Jorge Castellanos Rueda. Incluye también los planteamientos de la autoridad monetaria expuestos por el codirector del Banco de la República, Hernando José Gómez.

De especial importancia es el contenido de la mesa redonda sobre la coyuntura económica de Colombia con las intervenciones de Mauricio Cabrera Galvis, presidente del Banco de Occidente; Luis Bernardo Flórez, Consejero para Asuntos Económicos y de la Competitividad, de la Presidencia de la República de Colombia y Juan Camilo Restrepo, senador.

Las experiencias de Argentina, Chile y Brasil, acerca del impacto de la estabilización en el sistema financiero en cada uno de estos países también están registradas en esta publicación. En el panel participaron los expertos Guilherme da Nobrega y Sebastiao Cunha, de Brasil y Mario Vicens, de Argentina.

El entorno internacional del sector financiero se completó con un panel acerca del financiamiento externo y las economías latinoamericanas en el cual intervinieron Guilherme da Nobrega, Alejandro Reynoso, de Méjico y Mario Vicens.

El libro incluye, también, la intervención de Robert W. Lissauer, del Ing Bank de Holanda, quien se refirió a la experiencia europea en el tema de la valorización a precios de mercado.

Registra también el interesante panel sobre el mercado de derivados y su regulación, con la participación de Sheila Tschinkel, de Estados Unidos, y Luis Gabriel Jaramillo de Colombia.

Para los estudiosos de las finanzas públicas resultará interesante la exposición de Clemente del Valle acerca de la estrategia de financiamiento público para los próximos años.

Y para los interesados en el mercadeo, será en verdad valiosa e ilustrativa la conferencia sobre el uso de la tecnología en el mercadeo de productos financieros dictada por el experto español José Luis Altolaguirre.

La posición y el pensamiento de la ASOBANCARIA en torno a las circunstancias actuales y futuras de la economía nacional, y del sector financiero, están registradas en esta publicación con las intervenciones de su presidente César González Muñoz y del presidente de su Junta Directiva, Luis Carlos Villegas Echeverri.

Para los estudiosos de la realidad económica nacional e internacional, este volumen contiene planteamientos, visiones de futuro y análisis sobre su acontecer. Su actualidad y proyección lo convierten en un valioso manual de consulta.

SESION DE INSTALACION



Durante la instalación de Banca 95 aparecen de izquierda a derecha, el Almirante Edgar Romero, comandante de la Fuerza Naval del Atlántico; Cecilia López, ministra del Medio Ambiente; César González Muñoz, presidente de la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras; Ernesto Samper Pizano, presidente de la República de Colombia; Jorge Eduardo Cock Londoño, ministro de Minas y Energía.

Guillermo Paniza Ricardo
Alcalde de Cartagena

Hoy, con gran emoción, vuelvo a darles la bienvenida a Cartagena al instalarse aquí, una vez más, la Convención Bancaria y de Entidades Financieras. Lo hice antes varias veces, como presidente del comité local de la Asociación Bancaria. Significa mucho para mi este evento. Son muchas, además, las caras amigas y me siento parte de esta Convención. Hoy lo hago ante ustedes, como alcalde de Cartagena, con la ilusión de comprometerlos aún más con esta ciudad que yo sé, es tan querida para todos ustedes. Una ciudad convertida en sede natural de la Convención Bancaria en virtud de su belleza, su ambiente, las instalaciones de su Centro de Convenciones y el carácter abierto y espontáneo de sus gentes.

Se dan aquí las condiciones ideales para realizar este encuentro en el cual se analizan con detenimiento, las circunstancias y alternativas que se presentan para el sector financiero y que muchas veces sirven para aclarar y definir el camino a seguir. Lo mismo sucede con otros sectores de la economía que, como ustedes, prefieren a Cartagena como sede de sus reuniones. Pero detrás del encanto caribe de Cartagena, de la belleza de sus murallas y de su invaluable patrimonio histórico, se encierra una difícil situación que agobia a un enorme sector de la población de la ciudad, que vive en estado crítico de pobreza, sin entrar a profundizar en el impacto que sobre estos sectores genera la grave situación de contaminación actual de nuestro medio ambiente, conocida por todos ustedes.

Esta difícil situación ha encontrado, afortunadamente, en el gobierno del señor presidente Samper, un aliado decidido, para lograr conjuntamente con nosotros, una pronta y definitiva solución. Sin embargo, las necesidades son muchas, las condiciones de pobreza dividen a nuestra ciudad en dos: La Cartagena declarada patrimonio histórico y cultural de la humanidad, por la Unesco, ciudad de la que todos nos sentimos parte y que nos llena de orgullo ante los ojos del mundo entero y, esa otra Cartagena donde los índices de pobreza y de necesidades básicas insatisfechas, resultan ser de los más altos del país.

Hoy los cartageneros, hasta hace muy poco tiempo casi que resignados a un mal manejo político y administrativo, muchas veces inescrupuloso, y que dejó a esta ciudad en un estado financiero crítico, han despertado y se definieron por el cambio en el manejo administrativo, social y económico de la ciudad. Es por ello que el nuevo gobierno local que dirijo, acompañado de un grupo de jóvenes totalmente independientes, provenientes en su mayoría del sector privado, tenemos la obligación primordial de devolver a la ciudadanía la confianza en sus gobernantes, amén de ser creativos en la consecución de los recursos que nos permitan poner en ejecución los planes de desarrollo que necesita la ciudad.

Me siento orgulloso de poder decir hoy ante la gente de Cartagena y de todo el país, pues existe plena confianza en ello por parte de todos los sectores, que somos prenda de garantía, por ser no sólo un gobierno social de cara a la gente, sino principalmente por haber iniciado el proceso que devolverá a esa misma gente los valores cívicos y los principios de decencia, pulcritud y honestidad en el manejo público, hasta ahora refundidos.

Vamos a hacer que nuestra ciudad progrese y se desarrolle adecuadamente, en beneficio de toda su población, retomando la bandera de las buenas costumbres ciudadanas. Los invito a todos a participar en esta cruzada por Cartagena, a que reflexionen de qué manera cada uno de ustedes y las entidades que representan, pueden colaborar con esta ciudad que siempre ha estado dispuesta a abrirles sus puertas.

Cartagena, ahora más que nunca, necesita del concurso de los sectores líderes del país y ustedes, mejor que ningún otro, lo son. Empecemos a pagar el compromiso que los colombianos tenemos para con esta hermosa ciudad que todos llevamos en el corazón y que ahora nos necesita. Cartagena tiene un enorme potencial de nuevos negocios que seguro interesarán al mundo financiero, tales como la venta de algunos bienes del distrito a través de subasta pública, como la isla de Tierrabomba, con el único propósito de encontrar fuentes de financiación, principalmente para la solución de los sectores más deprimidos, para poder cumplir con nuestro plan de saneamiento ambiental -prioridad inaplazable- y para poder poner en marcha nuestro plan de desarrollo.

Ahora que estamos a las puertas del siglo XXI, Cartagena se convierte en punto estratégico de desarrollo turístico en el Caribe y debemos estar preparados para ello. De ahí que zonas como Barú, Tierrabomba y la zona norte, adquieran una gran importancia y se constituyan en importante atractivo de inversión. El gobierno local -como lo decía anteriormente- está buscando nuevas fuentes de recursos, dentro de los cuales pondremos en práctica, por ejemplo, un ambicioso plan de valorización que permita el desarrollo del plan vial de la ciudad, sobre el cual, mediante este sistema, se entregará el recaudo y manejo de los recursos al sector financiero, con atractivos importantes e innovadores en el sistema en Colombia. Seguramente sacaremos a oferta pública, un paquete de bonos del distrito y en estos momentos estamos preparando un plan de beneficios y atractivos para incentivar la inversión del sector privado en la ciudad.

Los invito a participar en los nuevos proyectos de desarrollo de Cartagena. Cartagena está llena de oportunidades. Queremos su vinculación y que la imaginación para el desarrollo de sus proyectos sea infinita. Una vez más, bienvenidos a Cartagena. Cartagena es de todos, metámosle el hombro.

César González Muñoz
Presidente de la Asociación Bancaria
y de Entidades Financieras de
Colombia, Asobancaria

Bienvenidos a la Convención Bancaria y de Entidades Financieras de 1995. Ya entre esta gran reunión y la ciudad de Cartagena existen lazos tan estrechos y tan afectuosos, que sobran las expresiones de agradecimiento con sus autoridades y con su gente. Espero que la Convención de este año colme las expectativas de todos ustedes. La presencia del señor Presidente Samper es motivo de especial complacencia para nosotros; en nombre de la Asociación y de todos los aquí presentes, le expreso un agradecimiento lleno de respeto y afecto. Puede estar usted seguro, señor Presidente, de que esta concurrencia escuchará sus palabras con mucha atención y expectativa, las mismas que tiene la opinión en general dada la trascendencia pública que indudablemente posee esta Convención.

Extiendo estas expresiones de agradecimiento a los altos funcionarios del Estado que intervendrán durante estos dos días, así como a los conferencistas y panelistas del exterior y de Colombia.

Esta sesión de instalación está además signada por una presencia espiritual especialmente amable: la de Francisco Ortega Acosta. En buena hora la junta directiva de la ASOBANCARIA acordó por unanimidad otorgarle la medalla de la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia. Este es un homenaje institucional a su memoria y a su familia, en reconocimiento de la influencia que tuvo y sigue teniendo su pensamiento en el desarrollo colombiano y en el de su sector financiero.

Sus amigos no olvidarán la dimensión humana de don Pachó Ortega. Ojalá ellos, y el país, no lo olviden en su dimensión intelectual y ciudadana.

La Constitución de 1991 y las reformas económicas han comenzado a ocupar espacios en las acciones y el pensamiento rutinarios de los colombianos. También hay indicios serios de la aparición de nuevos problemas, de nuevos conflictos, de nuevas escogencias entre caminos que se bifurcan. La nación está en plan de aprender las nuevas instituciones y de conocer cómo funcionan para beneficio individual y colectivo. Después de la agitación por la promulgación de lo nuevo, hasta 1994, a esta administración le corresponde afinar el modo de gobernarlo.

La discusión del Plan de Desarrollo ha sido un ejercicio muy valioso para despertar el interés público por un pensamiento de largo plazo, al mismo tiempo que se le ofrecen nuevos campos a la participación democrática. Independientemente de que se crea o no en la planeación, es muy importante la acción estatal de trazar parábolas de mediano plazo acercándose un poco más a la gente.

Pero hay que admitir que tenemos grandes debilidades para organizar visiones de futuro, de ese futuro que se mide en décadas. La principal, a mi modo de ver, es la ausencia de partidos políticos fuertes, bien organizados, disciplinados alrededor de plataformas en busca de los grandes paradigmas sociales. Mientras persista esta carencia, buena parte del peso del liderazgo recae sobre los hombros del Estado.

El gobierno debe consolidar esta labor de dirección cultural, que comienza por plantear soluciones a los gravísimos problemas de la educación. Estamos llamados, además, a introducir en nuestra cultura el saber científico y tecnológico, la democracia moderna, la ética pública. Este no es un problema de sabios iluminados: Es un cometido de la inteligencia colectiva.

Hay que continuar replicando el talante deliberativo y democrático del plan de desarrollo. Las organizaciones empresariales agrupadas en el Consejo Gremial Nacional han mostrado una actitud positiva hacia el análisis de los asuntos clave del largo plazo; así lo atestigua el trabajo

escrito que sometió a la consideración del señor Presidente como mandatario electo. Dicho documento fue objeto de atención en el seno del Consejo Nacional de Planeación, y esperamos que esté siendo útil en el gobierno. Con seguridad, las organizaciones gremiales estarán dispuestas a participar en ejercicios con la proyección del referido trabajo.

Ahora, pasemos a los acontecimientos de hoy, con todas sus estridencias y con todos sus probables impactos sobre la Colombia del futuro.

Las recientes providencias del fiscal general de la nación constituyen uno de los hechos públicos más importantes de los últimos tiempos. La ciudadanía tiene puestos sus ojos en el desenvolvimiento de los procesos judiciales respectivos.

Claro está, clarísimo está, que el imperio de la ley y del debido proceso debe prevalecer. Las conductas individuales de los acusados deberán ser objeto de instrucción y evaluación con toda equidad, justicia y respeto por los derechos y los fueros individuales. Ojalá los medios de comunicación logren manejar estos acontecimientos con el equilibrio que exige asunto tan delicado.

Trágicamente, aquí no importan tanto los resultados individuales, como la noción de que las instituciones nacionales están en marcha, no al conjuro de estímulos exteriores, sino por cuenta del cumplimiento autónomo de sus responsabilidades. Ello permite ver con cierta distancia expresiones de congratulación no exentas de cierto paternalismo a deshoras. En fin, la nación colombiana deberá salir fortalecida de este trance.

Pero más importante aún, y de mayor alcance, es constatar que el país está mirando hacia sí mismo, desde diversos sectores y perspectivas ciudadanos, para discernir el fenómeno social del narcotráfico, que debe ser observado sin la actitud picarona de antaño, sin nacionalismos hirsutos, sin la pretensión primitiva de que toda la peste viene de afuera y sin la ilusión de que a la vuelta de un par de años nos van a graduar como nación por encima de toda sospecha; y debemos aceptar que las

organizaciones criminales también hacen parte de nuestro complicado tejido social.

Ya no podemos seguir viendo el narcotráfico como a un simple problema de héroes y villanos, un escenario donde el martirio de unos cuantos se enfrenta a una monstruosidad arrolladora. Aquí sí que es indispensable rodear al Estado y a su líder para convocar finalidades nacionales serias, con la Constitución y la ley en la mano, y con mucha sabiduría.

Los sistemas financieros están en el ojo del huracán en la medida en que, por su propia naturaleza, son susceptibles de ser utilizados aun sin su conocimiento ni consentimiento, para legitimar lo manchado y para facilitar los procesos productivos y comerciales del narcotráfico. El sector financiero colombiano también hace parte de ese mundo. Su actitud, su organización y sus estrategias como cooperador con las autoridades están ahí, a plena luz, para ser evaluados por ellas y por la opinión.

Las distintas agencias del Estado son conscientes de que la coordinación de esfuerzos es indispensable y saben también que las entidades financieras y sus organizaciones representativas marchan codo a codo con ellas. Apoyamos sin dudas la iniciativa del gobierno colombiano para llegar a un acuerdo multinacional sobre el lavado de activos de origen ilícito.

No podemos estar de acuerdo con que, al calor de la tarea policial y de la noticia de prensa, se intente condenar extrajudicialmente a personas y entidades que están sometidas a vigilancia y escrutinio, pero que tienen derecho a preservar su prestigio y su imagen. Así ocurrió recientemente, por fortuna sin perdurabilidad, con ocasión del decomiso de insumos químicos potencialmente útiles para producir narcóticos. Que caiga el peso de la ley sobre cualquier culpable y se exonere a los inocentes, pero no antes del debido proceso judicial. Este es un cordial llamado a las autoridades y a los medios de comunicación de masas.

La realidad internacional del narcotráfico –sería mas preciso decir la narco-producción, el narco-tráfico y el narco-consumo– nos hace

miembros de una comunidad de naciones agobiadas bajo el peso de este problema. Ahora bien, estamos obligados a mantener en nuestra agenda internacional, entre muchos otros asuntos, pero quizás de modo estelar en el futuro previsible, el manejo de nuestro propio papel en la multinacional de las drogas.

Debemos hacerlo con dignidad, con inteligencia, confiados en la claridad de nuestras políticas.

Colombia certifica que en los Estados Unidos están floreciendo actitudes políticas muy simplistas, extremas e introvertidas, que quisieran ver a Colombia convertida en un país paria. Lejos de dolernos por ello, el gobierno y la ciudadanía debemos comprender cabalmente las particularidades de la política y de las ideologías en los Estados Unidos, entender que su gobierno es una constelación de opiniones, centros de decisión e intereses burocráticos, para movernos con agilidad en ese escenario. Pero claro, para lograrlo también debemos confiar en que estamos haciendo bien las cosas aquí entre nosotros. Las relaciones con los Estados Unidos son demasiado importantes como para desdeñar el peligro de la situación actual. Y el sector financiero tiene muy grandes intereses creados en este campo.

Pero la estrategia internacional de Colombia no culmina en sus relaciones con los Estados Unidos, ni en el narco-cosmos. Somos un país para mostrar y el sector privado está llamado a juntar cerebros con el Estado para agitar ante los ojos de la opinión internacional la evidencia de que somos una nación en plena marcha.

Sobre el tema de la paz con los grupos que persisten en la violencia, hay muy poco qué decir ahora, en silencio esperamos el desarrollo del proceso. Ya el Consejo Gremial Nacional expuso su criterio unánime en el documento al que antes hice referencia. Estamos atentos.

Desde el punto de vista del sector financiero, la situación corriente de la economía colombiana tiene factores de especial importancia, tanto por los potenciales peligros que encierra, como por las oportunidades de ajuste estructural que ofrece.

La dimensión internacional del asunto requiere especial atención; ya ha sido suficientemente comentada, en Colombia y en otras partes, la calidad del financiamiento externo colombiano como elemento diferencial respecto de otras economías de la América Latina. Factor fundamental de su solidez ha sido la decisión colombiana de establecer restricciones al endeudamiento externo privado de corto plazo, de manera progresiva desde 1993; estas medidas se tomaron no sin quejas de diversos sectores, y sin dubitaciones entre las autoridades las que, de todos modos, merecen positiva calificación por su buen tino. Ahora se pone en evidencia la eficacia de estas políticas frente a la turbulencia actual de los mercados internacionales. Y es de temer que no hemos visto todavía el final de este nuevo episodio de flujos internacionales de capitales.

Pero en modo alguno Colombia podrá sustraerse a las implicaciones de la situación internacional. Es prudente anticipar un endurecimiento de las condiciones del financiamiento internacional público y privado; la oferta misma de fondos podría sufrir un serio tropiezo si, por una razón u otra, la percepción del riesgo latinoamericano se complica en mayor grado.

A todo lo anterior debe añadirse la situación en los mercados cambiarios de los Estados Unidos, Japón, Alemania y otras naciones europeas. La caída en tobogán del dólar y la incapacidad de las autoridades de esos países para coordinar acciones estabilizadoras conjuntas, tiende a aumentar la rigidez en los mercados de crédito y de capitales.

Este conjunto de factores tiene previsibles consecuencias sobre el costo en pesos del servicio de la deuda colombiana, sobre las expectativas de una devaluación del peso más allá de lo que el Banco de la República consideraría aceptable, de cara a sus metas sobre inflación, y sobre las tasas de interés nacionales.

Yendo a los propios factores domésticos, la actual evolución de corto plazo de la economía colombiana es resultado del ajuste de las nuevas instituciones estatales de manejo económico, y de los giros radicales que ha sufrido el manejo monetario y crediticio durante los años noventa, en un ambiente de gran expansión del gasto público. Con esa costumbre nuestra de mirar sólo la instantánea de los hechos, que ha llegado incluso

a la barbaridad de mirar los índices decadales de precios del DANE como instrumentos serios de análisis, debemos hacer esfuerzos especiales para recuperar la memoria de los hechos recientes.

Grandes vaivenes ha sufrido el manejo monetario en los últimos cinco años; esa historia explica en buena parte la situación económica actual. Recordemos.

El gobierno, por intermedio de la Junta Monetaria, decidió esterilizar las entradas de capital que irrumpieron en Colombia como en otros tantos países desde finales de los años ochenta; reprimió drásticamente el crédito y se comprometió en una política de altas tasas de interés que entraron en una espiral ascendente. Compró cerca de tres mil millones de dólares de reservas internacionales que todavía le sobran a la economía y emitió grandes cantidades de deuda en operaciones de mercado abierto. El costo fiscal de esta estrategia fue enorme. La represión crediticia le abrió espacios al gasto público, que comenzaba a crecer de manera importante, con los recursos producidos por la reforma tributaria.

La nueva Junta Directiva del Banco de la República tomó posesión a mediados de 1991 y su primera resolución consistió en eliminar el encaje marginal, aunque se dejó el encaje promedio en porcentajes superiores a los de comienzos de la década, y muy parecidos a los de hace veinte años; la política de estabilización macroeconómica dio un giro de 180 grados, al proponerse la baja vertical de las tasas de interés mediante la «flotación» de los medios de pago. Las tasas de interés cayeron verticalmente, e inclusive las de los depósitos a término fueron negativas en términos reales durante algunos meses. La contrapartida fue un aumento muy grande de la liquidez agregada de la economía: Los medios de pago llegaron a crecer por encima del 50% anual. Vertiginosos ciclos, los del manejo monetario de esta década, que deben atribuirse al proceso de ajuste institucional y de aprendizaje en el oficio de las autoridades.

En la nueva era de laxitud monetaria, con una demanda de crédito antes reprimida y con un sector financiero bien capitalizado y atento a las oportunidades de mercado, vino el *boom* crediticio. De un crecimiento del saldo de crédito del 6,2% en 1991, saltamos a una cifra diez veces

mayor en 1993. Entre tanto, la expansión fiscal continuaba su marcha, añadiéndole vigor a la demanda agregada interna. Desde hace unos dos años, la ASOBANCARIA y otros observadores advertían sobre un exceso subyacente de demanda, aliviado sólo parcialmente por un creciente déficit en la cuenta corriente de la balanza cambiaria. La presión interna de demanda, la buena disponibilidad de crédito y las expectativas de un «dólar abundante», afirmaban la cotización del peso en el mercado cambiario, el que ahora tenía reglas del juego bien distintas de las vigentes desde 1967. A pesar de las restricciones al crédito externo privado, el peso se revaluó, en términos reales, bien por encima del 20% en los tres años corridos hasta diciembre de 1994.

Finalmente, desde hace un año largo, entramos en una nueva fase de renovada ortodoxia cuantitativa de las autoridades monetarias. Este nuevo giro radical bien puede explicarse por la molestia de la autoridad monetaria, acucioso estudiante en busca de personalidad autónoma, ante la persistencia de un crecimiento excesivo del gasto público que se sumaba a la contundente expansión crediticia.

La meta de medios de pago se logró en 1994; su crecimiento anual a comienzos de abril de 1995 era del 20%, la mitad de la cifra observada en fecha igual del año pasado. Severa astringencia monetaria ésta, en presencia de una inflación más o menos constante.

Es esta la historia que explica la actual situación de tasas de interés.

La Montaña Rusa de la política monetaria de los últimos cinco años no es caldo de cultivo apropiado para la consolidación de expectativas generales sobre el rumbo que habrá de seguir el manejo económico de corto plazo.

La honesta búsqueda de prestigio y credibilidad máximos en que está empeñada la Junta del Banco de la República no puede ser un proceso que termine derogando la racionalidad de los administradores del sector financiero y la de sus clientes, quienes tienen memoria y han sufrido experiencias de vértigo en los últimos años.

El diálogo y el intercambio de información técnica con el sector financiero han caracterizado a la Junta, lo cual ha sido objeto de bienvenidas y elogios. Pero las ocasionales y adustas admoniciones verbales, tanto de aquella como del gobierno, que terminan perjudicando la propia imagen pública del sistema financiero como conjunto empresarial responsable, deben dar paso más bien al logro de la credibilidad necesaria y a la consolidación de señales de mercado.

Para ello, el Capitolio, la Casa de Nariño y el Palacio de San Agustín, deben participar de la misma ética de medida y ahorro que se le pide al estado llano financiero y no financiero. Lo otro llevaría a un perenne tira y afloja por los excedentes disponibles en el mercado y a costosas angustias en el Banco de la República. Así, todos terminaríamos perdiendo. Entre los deberes máximos de los ciudadanos está la supervisión de lo fiscal.

En lo que resta de 1995, el Banco de la República tiene todo a su favor en materia de manejo monetario y cambiario dentro de los parámetros vigentes de política. Es probable que la balanza de pagos sea contraccionista y, además, el volumen vigente de OMAS es muy manejable.

Aquí es indispensable referirse a lo que alguien en la administración anterior de gobierno llamó el Escándalo del Sector Financiero por Los Encajes. Pero es que lo escandaloso es el nivel actual de estas cargas cuasi-fiscales, que encarece sin duda la intermediación financiera, al mismo tiempo que termina causando toda suerte de problemas técnicos en el propio manejo monetario. Las actuales y previsibles condiciones de las variables monetarias son totalmente eficaces para esperar un ajuste en este campo, y para eliminar el carácter estructural, inamovible, de un anacronismo que gravita fuertemente sobre la operación del sistema financiero. ¿Cuántas Convenciones Bancarias futuras deberán escuchar esta lamentación? Ojalá esta sea la última y, de hecho, ojalá el ministro Perry nos ahorre desde mañana mismo este trabajo, cuando intervenga en la sesión de clausura.

Aun con reducciones en el encaje, la ASOBANCARIA continúa previendo que las metas monetarias serán de fácil cumplimiento, que el talante actual de la autoridad monetaria se mantendrá firme, y que la mejor opción de los administradores sectoriales consiste en hacer esfuerzos por ajustar sus programas crediticios para el año a un escenario de aumento máximo de la cartera sectorial de créditos del 35%.

La implicación principal de la política monetaria de los últimos doce meses es una posible reducción del crecimiento económico por cuenta de la reducción de la demanda agregada. Ya la edificación, que ha sido uno de los dínamos de la actividad productiva, muestra claras señales de fatiga, y ello tiene diversas causas, entre las cuales está, sin duda, el costo del crédito. En general, nadie puede esperar que, en vista de la severidad del apretón monetario, los factores impulsores de la demanda permanezcan incólumes. Frente a estos hechos, realmente sólo queda esperar que la economía entre muy pronto en el sendero de estabilidad que proyecta el Banco de la República, para evitarle mayores costos en términos de producción, empleo y confusión empresarial.

El principal factor de incertidumbre en los próximos meses es la evolución probable de las tasas de interés. Es una incertidumbre preocupante, puesto que los costos actuales del crédito son realmente una amenaza para la calidad de los activos crediticios. La peor combinación de factores que pueden esperar los intermediarios financieros está compuesta por muy altas tasas de interés, inflación a la baja y actividad productiva en proceso recesivo. Hay que continuar repitiéndolo hasta la saciedad: Al sector financiero no le interesan, ni le convienen, precios reales excesivos del crédito. Sus márgenes corrientes sufren, como ahora las cifras lo muestran y, peor aún, tienen que enfrentarse a dificultades crecientes en el manejo del riesgo del crédito.

En opinión de la ASOBANCARIA, el elemento que habrá de definir la coyuntura de las tasas de interés será el comportamiento del gobierno como demandante de fondos en el mercado interno. El tesoro podría ser muy próximamente un importante jugador en el mercado financiero, compitiendo fuertemente con el sector privado y generando expectativas hacia el mantenimiento de altos rendimientos para el ahorro financiero y elevados costos crediticios.

Así pues, el Banco de la República y el gobierno tienen en sus manos una delicada combinación de instrumentos que definirá el comportamiento económico de corto plazo y los índices globales de calidad de los activos crediticios del sector financiero. A los banqueros les cabe la responsabilidad de vender y cobrar con inteligencia por las mercancías que producen, así como le corresponde al supervisor velar por la observación de las reglas prudenciales. Pero es demasiado pretender que aquellos son responsables integrales del precio del crédito y del ambiente macroeconómico en el que se mueve el riesgo crediticio de carácter sistémico.

En lo relacionado con la evolución de los índices de precios, ha ocurrido una curiosa confusión, de la cual no se han librado algunos altos funcionarios del gobierno; en efecto, los resultados trimestrales del índice de precios al consumidor han conducido a algunos analistas y órganos de prensa a certificar el fracaso del Pacto Social. Algunas breves observaciones.

En primer lugar, debe recordarse que la cifra esperada de inflación a la que hace referencia el Pacto para 1995, recoge la meta auto-impuesta por la Junta Directiva del Banco de la República en acuerdo con el gobierno.

En segundo lugar, en modo alguno los firmantes del Pacto Social se atrevieron a poner sobre sus hombros la responsabilidad legal de la autoridad monetaria; en consecuencia, corresponde a ésta rendir cuentas ante el Congreso por los resultados de sus políticas y por la eficaz utilización de los instrumentos a su disposición. Vale la pena recordar, igualmente, que el Pacto Social señala explícitamente cómo este no puede constituirse en el sustituto de una adecuada política macroeconómica.

En tercer lugar, los compromisos mutuos entre los firmantes del pacto se enderezan a reducir los factores inerciales de la inflación colombiana; estos fueron claramente reconocidos en su momento por el gobierno, por la autoridad monetaria y por los analistas profesionales; en este sentido, los mecanismos del Pacto están dirigidos a reducir el costo de las políticas clásicas de control de la demanda agregada, en términos de actividad productiva y de empleo.

En cuarto lugar, la cifra del índice trimestral de precios probablemente habría sido mayor en ausencia de los acuerdos del Pacto; ciertamente, la existencia de dichos acuerdos no significó un incremento del índice trimestral.

En quinto lugar, es toda una audacia deducir del índice trimestral un desbordamiento ineluctable de las proyecciones anuales de precios.

Pero, más allá de las confusiones conceptuales o aritméticas, los observadores no pueden olvidar que el Pacto Social es un ensayo en cultura política. No podemos permitir que, por falta de una percepción adecuada de sus alcances y sus fronteras, la población reciba una nueva frustración y mayores dosis de cinismo ante la posibilidad de la contratación apacible entre los ciudadanos y el Estado.

La cabal salud de la que goza hoy día el sistema financiero colombiano es un bien público muy importante. Los indicadores de capitalización y rentabilidad sectoriales resisten cualquier examen. Y, por comparación con los de las economías latinoamericanas de mayor o similar tamaño, estas serán características diferenciales en los próximos varios años, aprovechables para beneficio de nuestro proceso económico. El reto común consiste en impedir que algunos aspectos del manejo macroeconómico se vuelvan contra la capacidad sectorial de maniobra en cuanto al manejo del riesgo crediticio. Aquí deberá centrarse la atención de todos.

La evaluación del sector financiero nacional incluye la de la autoridad de supervisión. Sin duda, en este aspecto también el panorama es altamente favorable. Los trabajos de más de una década han resultado en la consolidación de una Superintendencia Bancaria de alta calidad y de un sistema regulatorio y supervisor que ojalá tuvieran países de desarrollo relativo muy superior. Hay, sin duda, grandes espacios para mejorar en eficiencia, prontitud y simplicidad, y ese es nuestro pan de cada día con la Superintendencia Bancaria y con el Viceministerio Técnico de Hacienda, donde residen las funciones de regulación general; con ellos hemos logrado un ambiente aceptable de cooperación. Existe, claro, multitud de discrepancias, algunas de ellas de carácter esencial. Pero hay razones para ser optimistas.

Por otra parte, son buenas las perspectivas de la Misión para el Estudio y Desarrollo del Mercado de Capitales, que se constituye en un escenario para la discusión de aspectos cruciales para la organización de la actividad financiera. Temas como el de las normas sobre límites de crédito y concentración de riesgos, y las relacionadas con el manejo de las inversiones de las corporaciones financieras, hacen parte de nuestra agenda de trabajo inmediato.

Las recientes regulaciones atinentes a la valoración a precios de mercado de las inversiones del sector financiero, que entran en vigor la semana entrante, han generado muy fuerte inquietud. Quizás la más apremiante se relaciona con la definición misma de los parámetros de mercado y con la eficiencia de los indicadores que elabora la Superintendencia Bancaria. En este punto, además de la evaluación crítica de dichos indicadores, es indispensable examinar con todo detalle el desempeño del esquema frente a los objetivos que persigue los cuales son, sin duda, de importancia estratégica para el desarrollo y modernización del mercado de capitales.

En materia de auto-regulación, el sector financiero ha entrado en una era de creciente iniciativa para simplificar y coadyuvar en el ambiente de supervisión. Ejemplo muy reciente de ello es la adopción, por parte de la Junta Directiva de la ASOBANCARIA, como práctica común, de un Código de Buena Práctica Financiera para con el Cliente.

Se trata de un código de ética en el que se reconoce la responsabilidad social del sector para con el público; allí se detallan los principales derechos de los clientes, así como las obligaciones de los empresarios financieros en sus relaciones contractuales. Se ha considerado que tales bases no son suficientes sin un mecanismo de cumplimiento; por ello, se adopta en el interior de cada entidad o grupo de entidades la institución del Defensor del Cliente, con capacidad y autonomía para decidir sobre las reclamaciones que la clientela efectúe a las instituciones por el indebido o erróneo manejo de los productos o servicios que ofrezca.

Se entiende que esta iniciativa deberá conducir a una considerable disminución de la presencia directa de la Superintendencia Bancaria en

la vigilancia de la debida prestación del servicio y la protección del consumidor.

El proyecto de reforma tributaria remitido al Congreso por el gobierno nacional ha sido presentado como una iniciativa para racionalizar el sistema impositivo, para eliminar mecanismos de evasión y elusión tributaria y para establecer la permanencia de las tarifas de impuesto a la renta e IVA que habían sido aprobadas como temporales mediante la ley 6a de 1992.

En su oportunidad, la ASOBANCARIA expresará en detalle sus criterios ante el gobierno y el Congreso, incluyendo los relacionados con el nuevo tratamiento tributario que se propone para las actividades de leasing y fiducia mercantil. Respalamos la búsqueda de la equidad tributaria entre empresarios, pero el gobierno debe tener en cuenta que el arrendamiento financiero y la fiducia pueden llegar a ser negocios de muy difícil desarrollo por cuenta de las posibles nuevas disposiciones tributarias. La ASOBANCARIA seguirá con suma atención este asunto, para proponer soluciones eficaces.

Para el sector financiero es de vital importancia que el régimen tributario logre el máximo grado posible de eficiencia en el recaudo y que promueva la igualdad impositiva. Principal, pero no únicamente, porque las entidades financieras, sujetas como están a un régimen especialmente estricto de vigilancia, tiene la más estrecha relación con el Estado en materia tributaria.

De manera que serán siempre bienvenidas todas las iniciativas enderezadas a lograr que los recaudos efectivos alcancen volúmenes muy cercanos al potencial impositivo. Ello es parte muy importante del interés empresarial del sistema financiero.

Toda discusión sobre impuestos, por otra parte, genera inquietudes sobre las cuantías, la orientación y la eficiencia del gasto público financiado con el aumento del recaudo. Hay grandes vacíos y ausencias en esta clase de debate público, y la ASOBANCARIA considera indispensable que el sector privado promueva esta contribución a la democracia. En buena hora, el Consejo Gremial Nacional, por medio de la Fundación Empresaria y con aportes de otras instituciones sin ánimo de lucro, se encuentra en

las primeras etapas de desarrollo de un proyecto de seguimiento de la política fiscal. Esperamos que la ciudadanía en general comience muy pronto a ver resultados de este trabajo.

Señor Presidente: Muchas gracias por haber escuchado estas apreciaciones del portavoz de un sector empresarial que reconoce las tremendas responsabilidades del Jefe del Estado, que le ofrece su irrestricta solidaridad y que le desea que la buena fortuna y la sabiduría le acompañen siempre.

Muchas gracias.



*Imposición de la medalla de la Asociación Bancaria y de
Entidades Financieras de Colombia, ASOBANCA: Homenaje al
doctor Francisco José Ortega Acosta, a su esposa y a sus hijos*



La señora Beatriz de Ortega agradece el homenaje de la ASOBANCARIA al doctor Francisco Ortega. Observa el presidente de la República, Ernesto Samper Pizano.

SEMBLANZA DEL DOCTOR FRANCISCO ORTEGA

El doctor Francisco Ortega estuvo vinculado como docente en las universidades de los Andes, Nacional y Javeriana y fue decano de economía de los Andes, además de gerente general del Banco de la República.

Sin lugar a dudas, Francisco Ortega es una de las figuras más importantes en el panorama económico de las últimas décadas en Colombia. La orientación de la política monetaria de las últimas tres décadas, la conformación actual del sector financiero y la existencia de un Banco Central independiente, deben mucho a Francisco Ortega.

Sus argumentos técnicos, inteligentes y mesurados tuvieron amplias repercusiones, así en el desempeño de sus cargos como asesor de la Junta Monetaria de 1970 a 1975, como subgerente técnico secretario del Banco de la República de 1975 a 1984 y como gerente general del Banco de la República de 1985 a 1993, influyó para mejorar la calidad de la política económica y para mantener viva la preocupación por temas como la reducción de la inflación, la defensa del tipo de cambio y la necesidad de compensar las imperfecciones del mercado con una adecuada intervención estatal.

El pensamiento de Francisco Ortega tuvo profunda influencia en la formación de varias generaciones de economistas, mediante diversos canales; por una parte, en aquellos que tuvieron la fortuna de ser sus discípulos y en los que trabajaron cerca de él en el CEDE o en el Banco de la República, por otra, en los lectores de sus trabajos escritos, en los que se caracterizó simultáneamente por el rigor científico y por la sencillez de su exposición.

Los trabajos y publicaciones del doctor Ortega, en la década del sesenta, se orientaron básicamente a los temas laborales y de población. Durante las décadas siguientes se especializó en temas monetarios y financieros y publicó artículos ampliamente conocidos por los estudiosos del tema.

La Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia se precia de haber sido el vehículo de divulgación de varios de sus trabajos desde la década del setenta, cuando él con varios economistas, impulsó lo que hoy es un importante instrumento de difusión del pensamiento económico en Colombia: Los simposios de mercado de capitales, que organiza la ASOBANCARIA.

PALABRAS DE LA SEÑORA BEATRIZ DE ORTEGA

Señor presidente de la República, doctor Ernesto Samper Pizano; señor presidente de ASOBANCARIA, doctor César González Muñoz; señor presidente de la Junta Directiva de ASOBANCARIA, doctor Luis Carlos Villegas Echeverri; miembros de la mesa directiva; señores expresidentes de ASOBANCARIA; señores representantes del Banco de la República; señoras y señores:

Cuando la semana pasada me enteré de la decisión tomada en el seno de la Junta Directiva de la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia, tuve sentimientos encontrados de emoción, de tristeza y sobre todo, de profundo agradecimiento para con todos ustedes. Sentí entonces la necesidad de escribir unas líneas que resumieran en forma simple y somera, lo que Francisco representó para nosotros.

No tengo experiencia en estas lides, pero recordé que "Pacho" decía que más que inteligencia se requería arrojo y voluntad para lograr lo que uno se proponía. Gracias a la ayuda de mis hijos y al aporte de otro hijo adoptivo, Alejandro López Mejía, logramos cristalizar lo que les leeré a continuación:

Mis hijos y yo viviremos eternamente agradecidos con Dios por habernos deparado la inmensa fortuna de compartir con Pacho algunos años de nuestra existencia. Estos fueron, por demás enriquecedores, debido al ejemplo de prudencia, honestidad y sobre todo, de trabajo desinteresado, siempre en función del bienestar de los demás y del país. En las discusiones del acontecer diario, soportando incluso los rigores de su temperamento, pudimos gozar a plenitud de su sabiduría –más que todo intuitiva– y también disfrutar su incomparable sentido del humor, a veces pícaro, otras veces mordaz o sarcástico, pero jamás empañado de maldad.

Su agudeza mental hizo exclamar a un ministro que sólo lo había conocido dentro de su árido actuar como técnico: ¡Caramba, Pacho sí es humano! Y eso era ante todo Pacho: Un ser muy humano, sencillo y bondadoso, profundamente creyente en Dios, convencido de que con

esfuerzo y con amor las cosas se podían lograr. Esa fue su constante en los cargos que desempeñó en la Universidad de los Andes y luego en el Banco de la República, entidad por la cual sintió un profundo respeto y a la que se entregó con el alma. Contó ella siempre con la colaboración de todos sus compañeros. Exigió, es cierto, pero porque se exigía a sí mismo.

A través del diálogo y de la discusión con sus amigos –muchos de ellos aquí presentes– fue enriqueciendo sus conocimientos y pudo lograr lo que hoy aquí se le está reconociendo y que probablemente, sin ustedes, no se hubiera alcanzado.

Yo siempre admiré y respeté su vocación de entrega al trabajo, pero el equilibrio de nuestra relación se lograba gracias a esa otra faceta de su temperamento, probablemente desconocida por algunos de ustedes: su afición por los buenos libros, su pasión por la música, el fútbol y su amor por la naturaleza. Así surgió la motocicleta, ella nos llevó a los más hermosos lugares de Colombia –desde el desierto de La Tatocoa hasta La Guajira, desde Jardín (Antioquia) hasta Barichara, en Santander–. Con satisfacción podemos decir que conocemos y amamos a Colombia y a sus gentes, gracias a Pacho.

Hoy no encuentro palabras para agradecer la generosidad de todos ustedes con nosotros al rendirle este homenaje. Me correspondió en el curso de su vida profesional, acompañarlo a varios de estos foros a los que vino en calidad de ponente o como simple asistente. Me consta su gran respeto por todos y cada uno de ustedes, respeto que se manifestaba en el estudio riguroso al elaborar los temas en que trabajó, para exponer y someter a discusión ante los representantes del sector financiero, lo que él consideraba conveniente para un mejor desempeño de las instituciones.

En fin, todos los que conocimos una u otra faceta de la vida de Pacho, sabemos que hoy, en Cartagena, él está con nosotros. Gracias a su fe contagiosa en Dios, en el hombre y en Colombia, tenemos la certeza de su presencia en aquellas actividades que compartimos a lo largo de nuestra vida acá en la tierra. Con ustedes, sus amigos y colegas, lo debemos estar viendo ansioso porque empiece este nuevo congreso y con la ilusión

de escuchar trabajos con aportes importantes, para alcanzar una Colombia mejor.

No se preocupen si lo ven abriendo sus ojos y levantando las cejas por encima de los anteojos. Con toda seguridad, a pesar del asombro y de la impaciencia que le puede estar causando este homenaje, en el fondo les agradece con toda su alma el reconocimiento a sus esfuerzos y sacrificios. También mis hijos y yo se los agradecemos.

Sin embargo, comencemos rápido. Sé que él así lo quiere. Más bien, una vez finalizada la sesión, discutimos los aspectos más polémicos de las ponencias y aprovechamos para recordar paisajes recónditos de Colombia y tomarlo del pelo por el penúltimo lugar de Millonarios; pero en eso tampoco nos demoremos mucho. Tenemos que sacar un rato para estar con Dios y darle las gracias por habernos dado a Pacho con sus defectos y virtudes. Así, de pronto se nos concede también la gracia de verlo al lado del Señor, que fue lo que siempre soñó.

Ernesto Samper Pizano
Presidente de la República de Colombia

La Convención que anualmente organiza la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia se ha convertido en uno de los más importantes foros para la discusión pública sobre temas económicos y financieros del país. Su actual presidente, el doctor César González Muñoz, ha entendido a cabalidad el nuevo papel de las entidades gremiales en nuestro país y aprecio sus valiosas contribuciones al debate de los grandes problemas de interés nacional.

Siendo ésta la primera ocasión en que me corresponde instalar esta Convención en calidad de Presidente de los colombianos, me voy a permitir aprovechar la oportunidad para hacer un primer balance de la política económica y de sus principales resultados desde agosto pasado.

TASA DE CAMBIO Y SOLIDEZ DE LA POSICION INTERNACIONAL DEL PAIS

Para empezar, quisiera recordar que tanto durante el período de campaña como en la etapa de trabajo previo a mi posesión, el mayor problema que se identificaba en la situación macroeconómica era el de la presión hacia la revaluación real del peso. No era para menos. La tasa de cambio nominal virtualmente se estancó alrededor de los 800 pesos por

dólar desde mediados de 1993, mostrando niveles de devaluación muy inferiores a los requeridos para mantener la competitividad de la producción colombiana frente a los productos extranjeros. El espejismo de tener un peso fuerte nos impidió ver cómo las exportaciones no tradicionales reducían drásticamente su rentabilidad y las importaciones, con precios artificialmente bajos, desplazaban en el mercado a la producción nacional, con efectos particularmente perversos para las actividades agrícolas e industriales.

Los fenómenos anteriores condujeron a un deterioro acelerado de la cuenta corriente de la balanza de pagos, que de un superávit de más del 5% del PIB en 1991, pasó a un déficit de 4,1% del PIB en 1994. Como lo dije en mi discurso de posesión, la revaluación real del peso se estaba convirtiendo de esta manera en una grave amenaza para la propia sostenibilidad del proceso de apertura económica.

Afortunadamente, hoy podemos decir que el proceso de revaluación real del peso es cosa del pasado. El diagnóstico que desde antes del mes de agosto hicimos sobre sus causas nos mostró oportunamente que el proceso, lejos de obedecer a síntomas de fortaleza, estaba siendo generado por desequilibrios macroeconómicos y por entradas de capitales de corto plazo que no aportaban ningún beneficio estable al país, aparte de ilusiones de financiamiento barato que podrían revertirse fácilmente ante cualquier cambio en las condiciones del mercado internacional.

Para revertir las expectativas revaluacionistas, desde el principio el Gobierno decidió aplicar una política monetaria y fiscal más restrictiva y promover la creación del Fondo de Estabilización Petrolera para administrar el ahorro petrolero.

Desde la primera semana de gobierno logramos un acuerdo con la Junta Directiva del Banco de la República para restringir el endeudamiento externo público y privado a corto plazo. Estábamos conscientes de que ello resultaría doloroso para algunas actividades, pero también sabíamos los riesgos de apuntarnos a un financiamiento golondrina como el que meses más tarde hizo tambalear la estabilidad mexicana. Si hace algunos

años se habló en Colombia contra la prosperidad debe, en esta ocasión teníamos que evitar el deber la prosperidad.

Con el rezago que necesariamente tienen medidas de este tipo en surtir efecto, la tasa de cambio empezó a reaccionar positivamente desde finales de diciembre pasado. El «efecto tequila» nos ayudó también en este propósito. Las últimas cifras disponibles sobre tasa de cambio real muestran que durante el año se ha dado ya una devaluación del orden del 2% real, acorde con las proyecciones que sobre la materia ha expresado el gobierno en el Plan de Desarrollo.

Las propias proyecciones de diversas entidades como ANIF y Fedesarrollo, a veces tan austeras en sus juicios, coinciden ahora en que en 1995 se cumplirá o superará la meta prevista de devaluación.

En síntesis: le hemos dado un vuelco a las expectativas de revaluación, lo que parecía imposible en agosto pasado.

Con la nueva tendencia de la tasa de cambio y las mayores exportaciones petroleras, las perspectivas de nuestra balanza de pagos para los próximos años apuntan hacia un nivel estable de reservas, un incremento de las exportaciones con respecto al PIB y una reducción en el ritmo de crecimiento de las importaciones. El alto déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos que se proyecta para 1995, se asocia fundamentalmente con las grandes importaciones que se están haciendo para el desarrollo de los proyectos petroleros de Cusiana y Cupiagua. Para los años subsiguientes, se irá reduciendo gradualmente hasta ubicarse alrededor del 3% del PIB en 1998. Más importante aún, la porción del déficit en cuenta corriente que requiere recursos de endeudamiento neto para financiarse, será apenas de 1,4% del PIB en 1995 y bajará gradualmente hasta ubicarse por debajo del 1% del PIB en 1998.

Después de la crisis mexicana, Colombia ha salido fortalecida, al comprobarse una solidez de su economía que se manifiesta en el comportamiento de los mercados bursátiles y cambiarios, que no han mostrado mayores sobresaltos como ha sucedido en la mayoría de los países de la región. Los mercados internacionales de crédito han

reconocido la estabilidad y perspectivas de la economía colombiana luego de la crisis, otorgándole al país la mejor calificación después de Chile, en la colocación de títulos de deuda del gobierno que se transan en los mercados internacionales.

INFLACION, PACTO SOCIAL Y POLITICA MONETARIA

El logro de una mayor devaluación nominal, con los evidentes beneficios que conlleva en términos de revertir la tendencia a la revaluación real de los últimos años, también tiene sus costos.

El principal de ellos es que para 1995, la tasa de cambio dejará de ser un factor antiinflacionario activo, como lo fue en los años anteriores. Entre 1991 y 1994, las presiones que eventualmente surgían hacia el aumento en el ritmo de crecimiento de los precios eran compensadas por la disponibilidad de bienes importados que a través de la revaluación, se hacían cada vez más baratos. Como consecuencia de lo anterior, desde el comienzo de mi administración fuimos conscientes de que, en la medida en que tuviéramos éxito en frenar el proceso de revaluación, tendríamos que adoptar también políticas antiinflacionarias más activas en otros frentes.

El gobierno coincidió con la Junta Directiva del Banco de la República en la voluntad de hacer una política monetaria y fiscal estricta, ajustada a los corredores monetarios diseñados para el logro de la meta de inflación del 18% para 1995 y con tasas de crecimiento del gasto público inferiores a las que venían observándose.

El compromiso antiinflacionario de la política monetaria se manifiesta en que durante los primeros meses del año, la tasa de crecimiento de los medios de pago se ha ubicado sistemáticamente por debajo del centro de los corredores monetarios predefinidos de común acuerdo entre el gobierno y el Banco de la República.

Por su parte, en lo que se refiere a la política fiscal, el gobierno se comprometió a obtener un superávit de las finanzas públicas consolidadas de 0,7% del PIB en 1995. La solidez de este compromiso se pone de presente en que, para el primer trimestre del año, el balance financiero del gobierno central superó al previsto en la programación diseñada previamente con el Banco.

También con el propósito de fortalecer la política antiinflacionaria, desde la primera semana de gobierno empezamos a avanzar en la convocatoria al Pacto Social de Productividad, Precios y Salarios, el cual terminó por convertirse en un ejemplo sin precedentes de concertación social entre empresarios, trabajadores y gobierno.

Sin desconocer las dificultades puntuales que se han enfrentado con el comportamiento de algunos precios, tales como los relacionados con la educación y la salud, a quienes seguiremos apretando hasta que se metan a la fila, el éxito del Pacto Social ha sido evidente para reducir el grado de indexación de la economía colombiana.

El Pacto, como la famosa gorda que lo representa, se ha convertido en un elemento de la vida diaria de los colombianos. Pero, sobre todo, ha contribuido a crear una nueva cultura en la formación de precios en la economía, la cultura de la concertación. Demostramos que al menos en este tema, en el de vigilar la inflación, podíamos ponernos de acuerdo. Y eso, en un país que tiene tantas disculpas para estar en desacuerdo, sí que es una buena noticia.

Los resultados estadísticos son ampliamente satisfactorios. La inflación acumulada del primer trimestre de 1995 fue de 8,2%, la más baja de los últimos ocho años e inferior, por supuesto, a la del mismo período de 1994. El buen comportamiento en materia monetaria y fiscal, además, permite augurar un mayor descenso de la inflación en los próximos meses.

Sé que algunos empresarios, algunos de ustedes quizás entre ellos, han manifestado que ven inalcanzable la meta del 18% que nos hemos propuesto. Les confieso que estas apuestas al futuro antes que

contrariarme, me divierten. Que al gobierno lo critiquen no por lo que está haciendo, sino por lo que no podría llegar a hacer en un hipotético futuro, no deja de ser tranquilizante para quienes, de todas maneras, pensamos que vamos en la dirección correcta.

CRECIMIENTO DE LA CARTERA DEL SECTOR FINANCIERO Y TASAS DE INTERES

Desafortunadamente, la política monetaria más restrictiva no ha sido acompañada de manera suficientemente rápida por una reducción en el ritmo de crecimiento de la cartera del sistema financiero, el cual se mantiene en niveles excesivos e injustificadamente altos. En su afán por ganar participación en el mercado, cada uno de los intermediarios financieros ha seguido creciendo sus colocaciones de cartera a ritmos que ya no son acordes con la disponibilidad de recursos. Esto genera una presión sobre las tasas de interés que no sólo perjudica el comportamiento de la inversión y del sector real de la economía, sino que genera riesgos significativos de deterioro de la calidad de los activos del propio sector financiero.

Los niveles excesivos de las tasas de interés son, sin lugar a dudas, nuestra principal preocupación actual en lo que se refiere a la situación macroeconómica. Por ello, me veo obligado a insistir en este foro en el llamado a las instituciones financieras para que colaboren en su reducción, controlando voluntariamente los ritmos de crecimiento de la cartera y anteponiendo los objetivos de la economía a los aparentes beneficios de corto plazo que puedan lograr con incrementos marginales en su posición de mercado. O dicho de otra manera: ¿Qué sacan ustedes con ganar espacios, en esta carrera alcista de tasas de interés, en un mercado que vuelven por ese mismo afán cada día más inestable y costoso?

Mi gobierno agotará todas las medidas que sean necesarias, con el Banco de la República, para regresar las tasas a niveles soportables para el sector productivo. Consecuente con esta búsqueda, el Banco ha

adoptado medidas tendientes a la estabilización de las tasas interbancarias, tales como los cambios en los procedimientos operativos para el cómputo de los encajes. Adicionalmente, en el mes de marzo adoptó un mecanismo de intervención en el mercado monetario, en virtud del cual ha otorgado montos considerables de liquidez durante el último mes. Más importante aún, la Junta está acabando de definir los detalles de una medida de carácter estructural en materia de encajes que será dada a conocer en la clausura de esta Convención por el señor ministro de Hacienda, el día de mañana.

CRECIMIENTO ECONOMICO Y EMPLEO

El otro síntoma principal de la salud de la economía colombiana y del buen manejo de la política macroeconómica es el crecimiento de la actividad productiva y del empleo. La economía creció 5,7% en 1994, y se espera un crecimiento del 6% para 1995. La acumulación de capital presenta la mayor dinámica de los últimos veintitrés años a tiempo que el empleo y la inflación, por primera vez en muchos años, muestran una tendencia simultáneamente descendente.

Los indicadores disponibles sobre el comportamiento de la producción en los primeros meses de 1995 son ampliamente satisfactorios. Las exportaciones menores están reencontrando su senda de alto crecimiento. De acuerdo con las encuestas de opinión empresarial de Fedesarrollo, el dinamismo de la producción industrial y de las ventas del comercio se mantiene en niveles históricamente altos. A juzgar por las cifras preliminares sobre registros de importaciones de bienes de capital, la inversión continúa creciendo rápidamente. Para las principales ciudades del país, la tasa de desempleo fue de 8,1% en marzo pasado, la menor de las registradas para este mes durante los últimos diez años, lo cual supone un crecimiento de poco menos de 100.000 plazas de trabajo en relación con el año anterior.

El gobierno es consciente de la pérdida de dinamismo que se ha presentado en el sector de la construcción para los estratos de ingresos

medios y altos. Creemos, sin embargo, que el fortalecimiento de los programas de vivienda de interés social y la mayor construcción de obras públicas permitirán compensar sus efectos sobre la actividad global del sector y sobre el empleo. Para ese propósito hemos diseñado directrices claras en materia de asignación de riesgos, sistemas de compensación, definición de responsabilidades, protección a las inversiones, promoción de proyectos y atracción de recursos financieros, entre otros. Y hemos creado un Comité de alto nivel para que apoye y coordine la participación del sector privado en el programa de infraestructura.

En el día de ayer, el Conpes aprobó los términos dentro de los cuales el sector privado participará en la cofinanciación de proyectos de infraestructura para los próximos cinco años, por un valor superior a los US\$ 12.000 millones. Carreteras, puentes, distritos de riego, ferrocarriles, cables de fibra óptica, redes eléctricas, centrales de generación, puertos, todas las instalaciones que necesitamos para que Colombia pueda entrar por la puerta grande a la internacionalización de su economía están allí previstas. Permítanme invitarlos a que se vinculen con audacia a esta formidable tarea de modernización que hemos emprendido ya para hacer más competitiva la economía colombiana.

PLAN DE DESARROLLO Y REFORMA TRIBUTARIA

Antes de terminar, deseo hacer una breve referencia a los dos proyectos de ley más importantes en materia económica que en este momento se encuentran en curso ante el Congreso de la República: El Plan de Desarrollo y la Reforma Tributaria.

El Ministro de Hacienda y el director del DNP han venido ofreciendo una explicación detallada de estas dos iniciativas, fundamentales en la estrategia de desarrollo que nos hemos trazado. Empero, permítanme abonar algo en favor de cada una de ellas.

El Plan de Inversiones del Salto Social, puesto a consideración del Congreso, constituye la base de lo que será, durante este cuatrienio, el

más importante avance en materia social y de productividad conseguido por gobierno alguno. De nada nos sirve mantener los actuales niveles de crecimiento económico, si la gente, en Colombia, no puede aspirar a vivir mejor de lo que vivían sus padres, hace una generación. Si continúan regiones con niveles de calidad de vida similares a los que tenían nuestras grandes ciudades hace cincuenta años. Si seguimos registrando los mayores índices de criminalidad del mundo. Si continúa escaseando el agua potable para las dos terceras partes de los millones de costeños que viven en estos lares. Por ello, el Salto Social se propone llevar la participación de la inversión social en el PIB del 9,34% el año pasado hasta el 14,17% al terminar mi mandato. Porque queremos que la apertura no se convierta en un juego de perdedores y ganadores, sino en la mejor oportunidad para que todos los colombianos se hagan beneficiarios del progreso. Y que no se diga que estos temas suenan extraños en un recinto tan solemne como este de la Convención Bancaria. Al contrario, es aquí y en todos los foros donde se analizan las oportunidades del crecimiento, donde se debe reflexionar también sobre la justicia en el reparto de esas oportunidades. Y déjenme decirles algo más para cerrar este capítulo: La mejor inversión en la estabilidad de su democracia y en la paz que puede hacer este país es la que pueda conseguir en el mejoramiento de las condiciones de vida de su gente. Resulta, además, una inversión clave para garantizar la competitividad y el propio crecimiento de la economía.

Me comprometí durante mi campaña a que no habría más impuestos. La Reforma Tributaria no crea nuevos impuestos. Obliga sí, a que se paguen los que ya existen. Tapona huecos negros conocidos de elusión y de evasión y, respetando un sano principio de equidad tributaria, coloca a todos los contribuyentes en igualdad de condiciones de tributación en la condición de pagar lo mismo al Estado. Se suprimen tratamientos odiosos a la inversión extranjera, especialmente en materia petrolera, para los nuevos descubrimientos. Se mantienen tasas ya existentes. Veo difícil que alguien se oponga a una reforma cuya justificación ética es que quienes no están pagando lo que deberían estar pagando, simple y sencillamente cumplan con su deber ciudadano.

Señores convencionistas:

Entiendo perfectamente que la tarea del gobernante es vender optimismo y mostrar, siempre, aun en los más difíciles momentos y calamidades, una luz de esperanza. El Presidente de Colombia tiene muchos motivos de preocupación sobre el país y su evolución. Pero existe uno en el cual siempre hay un respiro: el de la situación de la economía. Todas las mañanas, al levantarme, leo en los periódicos las cifras sobre devaluación, precio del café, costo del barril del petróleo, inclusive tasas de interés y, generalmente, la constatación de esos signos vitales es como una buena ducha de optimismo para arrancar cada mañana. Publicaciones como *The Economist* e informes de los grandes banqueros internacionales de inversión así lo han reconocido.

Leí la publicación del Merrill Lynch, el informe del Institute of International Finance, el análisis de Morgan Stanley, la calificación que da el Swiss Bank Corporation a nuestro país y el informe preparado por ING Securities de Nueva York y encontré un consenso internacional: La economía va bien e irá aún mejor. En foros de exigente calidad, como la asamblea del BID en Israel, tuvimos el respiro, en medio de tantas noticias sobre debates y certificaciones y carteles y rumores y Marías, de ser considerados como una de las economías de mostrar en América Latina.

Los analistas creen en las metas de crecimiento y empleo del Salto Social y ven las medidas que hemos adoptado como oportunas y saludables. Destacan la abundancia de oportunidades de inversión y el historial de políticas económicas prudentes.

Debo confesarles que por un momento creí estar leyendo informes preparados por el Ministerio de Hacienda.

No es que quiera llevarlos a una apología de nuestra política económica que ya comienza a recibir el reconocimiento, que agradecemos, hasta de ex ministros de Hacienda y ex colegas de gabinete cuyos juicios son tan sinceramente desfachatados como sus propias figuras. No. Lo que yo quiero es invitarlos a que le demos la oportunidad a Colombia de tomarse

unos cuantos tragos de optimismo. Y en lo económico tenemos razones para hacerlo.

Dejé a propósito para el final una alusión, que me sale del alma, sobre nuestro inolvidable Francisco Ortega, en presencia de Beatriz, su incomparable esposa. Cómo no recordar en Pacho Ortega al amigo, al banquero, al maestro. Tenía el don reservado para muy pocos de saber polemizar sin ofender, de poder convencer sin pensar siempre en vencer y de llegar, de la manera más pedagógica, a cualquier ser humano. Sus amigos queremos recordarlo así, como vivió, al lado de los suyos y a nuestro propio lado, en esta Convención Bancaria.

EL SISTEMA FINANCIERO
DESPUES DE LA REFORMA
DE 1990

Jorge Castellanos Rueda
Superintendente Bancario

Es para mí un placer asistir a esta XXX Convención Bancaria, Banca 95, foro ya tradicional para la discusión abierta de temas de importancia para los interesados en la evolución del sector financiero. Una vez más esta hermosa ciudad de Cartagena, con su proverbial hospitalidad, nos ofrece el marco ideal para evaluar el desarrollo y perspectivas del sector.

Una lectura del programa de la Convención revela temas interesantes, que cubren desde la situación macroeconómica del país y la estabilidad del sector financiero, hasta aspectos más específicos de actualidad como son la política de financiamiento externo del país, la valoración de inversiones y los derivados, entre otros. Estoy seguro de que su discusión nos enriquecerá y contribuirá a acelerar el desarrollo del sector.

Después de las presentaciones sobre la situación general y la realidad económica del país –la cual presenta signos vitales bastante fuertes– quisiera concentrarme en el tema que nos ocupará durante estos dos días: el estado actual del sector financiero y sus perspectivas. El objetivo de esta presentación es ofrecer una visión general del sector financiero que ha surgido como resultado de la reforma financiera emprendida en los últimos años. Para este efecto, haré especial énfasis en tres aspectos: el marco jurídico y de supervisión que rige su actividad, el desempeño del sector en respuesta a la reforma y los retos que enfrenta hacia el futuro.

MARCO REGULATORIO GENERAL DE LA ACTIVIDAD FINANCIERA EN COLOMBIA

El marco jurídico que regula hoy la operación del sector financiero es el resultado de la reforma financiera, definida por las leyes 45 de 1990 y 35 de 1993. El objetivo rector de la reforma lo constituyó la transformación del paradigma tradicional colombiano de una banca altamente especializada por actividades, a otro de conglomerados financieros que compiten en una amplia gama de actividades financieras a través de filiales capitalizadas individualmente. Este modelo es conceptualmente un punto intermedio entre el sistema anterior y la banca universal. Igualmente se hizo el tránsito de un modelo de “represión financiera” con excesiva intervención del Estado en la asignación del crédito a otro donde la competencia fija la pauta.

El modelo escogido ofrece varias ventajas a las entidades financieras. Por una parte brinda el potencial de las economías de escala y las ventajas tecnológicas accesibles a los conglomerados financieros, y por otra parte, permite aislar posibles crisis en una entidad antes de que se extiendan a la matriz o al sistema. Como veremos más adelante, este esquema de operación crea desafíos para la supervisión consolidada de los grupos financieros que han surgido como respuesta a la reforma.

Las reglas de funcionamiento del sector se compendian en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, la ley financiera colombiana adoptada mediante el decreto-ley 663 de 1993. Adicionalmente, la ley 100 de 1993 al crear un sistema de ahorro pensional mediante capitalización en fondos privados y abrir nuevos espacios para la participación de las aseguradoras, hace parte integral del proceso de modernización del sector financiero del país, y es de especial relevancia por las oportunidades de nuevos servicios financieros que ofrece. Finalmente, la ley 80 de 1993, que regula la contratación de bienes y servicios por parte del Estado, es importante ya que eliminó el monopolio estatal en la contratación de seguros de entidades públicas y abrió otros espacios para la actividad financiera.

Podemos apreciar ya el cumplimiento de algunos objetivos que orientaron la reforma: el ahorro financiero y el mercado de capitales han adquirido una mayor profundidad, se ha dado una transformación más amplia de plazos, se han reducido o eliminado fuentes de ineficiencia tales como las inversiones forzosas y se han abierto nuevos campos de actividad para las entidades, como son la actividad cambiaria, el manejo del ahorro del público, la banca de inversión y otros. Con respecto a otras metas como son incrementar la eficiencia del sector y reducir las tasas de interés y los márgenes de intermediación, los resultados, si bien alentadores, aún no llenan las expectativas que motivaron la reforma.

Desde la perspectiva de supervisión del sector quisiera mencionar dos de los principales indicadores que resaltan el fortalecimiento de las instituciones financieras en el nuevo entorno. Hemos observado en los últimos cuatro años un fortalecimiento patrimonial continuo y una mejora de la calidad de sus activos, en especial de la cartera. Ello nos permite mirar con optimismo la evolución del sector hacia el futuro.

Marco de supervisión bancaria

Por la importancia que tienen las funciones de intermediación del ahorro y de operación del sistema de pagos para una economía, a la labor de las instituciones financieras se les dedica mundialmente una especial atención. Ello ha llevado a la creación de seguros de depósito y de mecanismos de provisión transitoria de liquidez a los intermediarios financieros por parte del banco central, con el fin de proteger el ahorro del público y mantener su confianza en el sector financiero. La posibilidad de acceso a estas salvaguardias constituidas con recursos públicos motiva también una mayor atención del Estado al sistema financiero, el cual se somete a un conjunto de reglas prudenciales de operación bajo la supervisión detallada de una entidad especializada. Se busca así evitar que la existencia de protección estatal motive a los intermediarios a adoptar conductas de alto riesgo.

La función de supervisión adquiere una especial relevancia en coyunturas como la que actualmente se vive en el ámbito latinoamericano.

La crisis de confianza de los inversionistas extranjeros en México y deficiencias estructurales en los sistemas financieros de otros países constituyen una amenaza latente para el buen funcionamiento de la banca en la región. En ese entorno de gran incertidumbre regional, es tranquilizador poder rendir un informe de solidez y estabilidad de nuestro sector financiero. Como fruto de las experiencias aprendidas en la crisis financiera de principios de la década pasada y de una tradición de manejo prudente de las instituciones, podemos afirmar que el sector atraviesa por uno de sus momentos de mayor solidez.

Como visión orientadora de nuestras acciones, la Superintendencia Bancaria es consciente de la necesidad de adaptar nuestra cultura de supervisión al cambio vivido en la actividad. Ello se traduce en la necesidad de apartarnos de la vigilancia y control detallados de cada entidad y dirigirnos a fomentar un marco de operación seguro y competitivo para el sector, donde la entidad dirija sus esfuerzos a un control prudencial, posterior y selectivo que no interfiera con las mayores exigencias que impone el actual entorno competitivo de la actividad. Con este fin, la Superintendencia tiene un nutrido programa de labores para adaptar sus capacidades a la nueva realidad.

En este proceso de ajuste es de fundamental importancia que tanto los objetivos que orientan la institución, como sus directrices de funcionamiento sean comunicados con la mayor claridad al sector y al público en general. Igualmente, en su calidad de institución pública, la labor de la Superintendencia debe ceñirse a las directrices enunciadas. Así se le imprime predictibilidad y claridad a sus acciones, lo cual fortalece su capacidad de contribuir al desarrollo y fortaleza del sector. Las anteriores consideraciones nos han llevado a sintetizar los objetivos que la ley le señala a la entidad en un breve enunciado y a complementar dichos objetivos con cuatro directrices operativas que orientarán el funcionamiento de la entidad y su adaptación al nuevo entorno financiero.

La misión de la Superintendencia Bancaria es velar por la solvencia y estabilidad de los sectores financiero, asegurador y previsional, y mantener

la confianza del público en los mismos. En el cumplimiento de dichos fines la entidad se ha orientado a promover el control de los grandes riesgos de la operación financiera, a difundir la información del sistema, a evitar los conflictos de interés y a proteger los derechos del consumidor.

Control de riesgos. Es la esencia de la función de una entidad de supervisión y vigilancia bancaria. Se busca con ello mantener la estabilidad y solvencia del sistema y asegurar que las crisis que se presenten –a nivel individual o de carácter sistémico– no lleguen a alterar la capacidad del sector para cumplir con aquellas funciones críticas para la operación eficiente de la economía.

Provisión de información. El complemento imprescindible del actual modelo de mayor competencia en el sector financiero lo constituye una adecuada información sobre todos los aspectos de su operación. Sin información sobre las alternativas disponibles a los usuarios es imposible que un sistema basado en la libre competencia de los intermediarios rinda los resultados esperados. Cuando los consumidores carecen de la información sobre costo y calidad necesaria para discriminar entre los diferentes productos y servicios, les es imposible ejercer su derecho de libre escogencia.

Igualmente, la información oportuna sobre el desempeño de cada entidad hace posible que no sólo la entidad de vigilancia, sino otras instancias –administradores, accionistas, ahorradores o el público en general– ejerzan una amplia supervisión sobre sus actividades. Ello redundará en una mayor estabilidad y fortaleza del sistema. Por otra parte, en un ambiente de competencia, el análisis de la eficiencia y rentabilidad de las diferentes actividades en cada segmento del sector financiero estimula un proceso continuo de mejora en los servicios ofrecidos.

Los conflictos de interés. Una preocupación común de las autoridades económicas en todas las latitudes es la prevención de los conflictos de interés. En todo sistema, y en especial en los fundamentados en la competencia, es importante que exista igualdad de oportunidades para

todos los competidores y para sus usuarios. No obstante, en un sistema relativamente pequeño, como es el caso colombiano, los conflictos de interés ocurren con relativa frecuencia. Desde la perspectiva de supervisión, el reto consiste en propender porque la confianza depositada por los usuarios en las instituciones se vea retribuida por una defensa de sus intereses en los términos comerciales pactados.

Adicionalmente, la implantación del sistema de conglomerado financiero multiplica la posibilidad de dichos conflictos. Aparte de las preocupaciones tradicionales de promoción de los derechos de cada cliente, se abre una nueva dimensión de protección del entorno competitivo de la actividad. El objetivo consiste en encontrar un equilibrio que permita acceder a las economías de escala de los nuevos grupos –cuando ellas existen– al mismo tiempo que se mantiene la posibilidad de competencia bajo criterios de rentabilidad, por parte de entidades no pertenecientes a grupos que ofrecen servicios integrados. No obstante, hay que señalar, que por limitaciones de tamaño de nuestro mercado, en muchas instancias no es posible o conveniente separar las actividades de diferentes integrantes de un grupo. En tales casos es necesario reconocer las limitaciones del mercado y tratar de prevenir los conflictos de interés mediante otras medidas de transparencia y defensa del consumidor.

La defensa del consumidor. En este momento nos encontramos en una situación de tránsito de un sistema financiero altamente regulado por la autoridad –la cual fijaba los costos y la calidad de los productos, e inclusive intervenía en la operación de las compañías– a un sistema en el cual estos aspectos se determinan como resultado de la competencia. Es importante en este proceso recordar que la fuente de legitimidad del sistema financiero la constituye la provisión eficiente de servicios al público y el mantenimiento de un alto nivel de satisfacción del consumidor.

Por eso recibimos con beneplácito el anuncio de la adopción de un marco de medidas de protección al consumidor y de la figura del defensor del cliente en el interior de cada una de las instituciones del sector. La Superintendencia ha venido trabajando en este tema y en poco tiempo se darán a conocer algunos avances en este frente.

Instrumentos de supervisión

Un gran conjunto de evidencia histórica indica que la estabilidad de los sistemas financieros depende de la fortaleza de su entorno económico y de la adopción de medidas prudenciales que rijan la operación de las entidades. De hecho, es posible evaluar en primera instancia la calidad de la supervisión que se ejerce sobre un sistema financiero por la existencia y sofisticación de ciertos instrumentos que constituyen el marco básico de supervisión bancaria moderna.

En Colombia contamos con un marco completo y moderno de supervisión, resultado de una larga tradición de supervisión bancaria, que se ha visto fortalecida por algunas medidas de reciente adopción que nos colocan a la par de países de un mayor nivel de desarrollo financiero. No obstante, es necesario reconocer que el dinamismo que se ha vivido en los últimos años genera nuevos riesgos que no eran motivo de preocupación anteriormente. Entre otros, el crecimiento de las operaciones de tesorería, los riesgos cambiarios, los productos derivados y los mecanismos de liquidación y pagos son aspectos que estamos analizando con miras a mejorar nuestra capacidad de supervisión y control de riesgos.

En nuestro medio el garante del cumplimiento de dichas medidas prudenciales es la Superintendencia Bancaria. En sus aspectos prácticos, la efectividad de la entidad depende de un núcleo de herramientas de supervisión, las cuales se reseñan a continuación.

Patrimonio adecuado. Los requerimientos patrimoniales se resumen en dos medidas: niveles mínimos para operar los diferentes tipos de entidades financieras y patrimonio de respaldo a los activos de la entidad acordes con el nivel de riesgo asumido. Para este efecto se acogieron como un mínimo recomendable las directrices trazadas por el Comité de Basilea del Banco Internacional de Pagos que establecen un patrimonio técnico frente a activos ponderados por su nivel de riesgo.

En todos los aspectos la medidas de este tipo son las recomendadas por dicho comité o más estrictas. Por ejemplo, frente a la razón de capital

de 8% recomendada por Basilea, en Colombia se exige un 9%, y a partir del 1o. de enero de 1996, dicho requerimiento se elevará a un 10%. La definición de lo que se considera patrimonio básico o adicional es en su esencia tan estricta como la recomendada por el Comité de Basilea, con modificaciones que reflejan las normas contables colombianas en lo referente a ajustes por inflación.

La ponderación de los diferentes activos para efectos de riesgo sigue en esencia los parámetros internacionales, si bien ciertos rubros tales como los productos derivados, compromisos de desembolso y garantías aún requieren una definición más precisa por su incipiente desarrollo en el país.

La adopción de estas medidas se recoge, en su versión moderna, en los decretos 846 de 1993 y 673 de 1994, complementado este último por el decreto 806 de 1994.

Consolidación de los estados financieros y otros controles. Aparte de los balances financieros mensuales, las entidades presentan cada seis meses una consolidación horizontal de la matriz y subordinadas de cada grupo financiero. Para consolidar se agregan todos los elementos del balance y después se cancelan los elementos que son mutuos entre la matriz y la filial. Las normas de consolidación se recogen en una serie de medidas, la más reciente es la circular 55 de junio de 1994 de la Superintendencia Bancaria.

La consolidación es automática cuando la matriz controla directa o indirectamente el 50% de la entidad controlada. Se puede también establecer la consolidación, bien sea a pedido de la entidad o a juicio de la autoridad supervisora, en aquellos casos donde se ejerce control sobre más del 20%. El control de una empresa se establece con base en lo estipulado en el Código de Comercio, según la disposición o control sobre las utilidades.

Dentro de esta categoría de medidas que podríamos calificar de supervisión indirecta también se encuentran los informes gerenciales y de liquidez, la central de riesgos y otros mecanismos de información calificada.

Clasificación y calificación de cartera. El análisis de calidad de la cartera, el activo más importante de los establecimientos de crédito, se ajusta a las normas internacionales sobre el tema. Recientemente, mediante las circulares 1980 y 2195 de 1994, la Superintendencia Bancaria modernizó todo el proceso de evaluación de cartera. En particular, se eliminaron normas desuetas que permitían un tratamiento laxo de ciertos créditos y se adoptó un nuevo marco de evaluación de cartera más estricto. Ello produjo un ligero deterioro de la calidad reportada de la cartera y un marcado aumento de las provisiones, lo cual fortalece a los establecimientos de crédito.

Cupos de crédito y límites a la concentración de riesgos. Las reglas a este respecto han sido tradicionalmente estrictas, como resultado de las experiencias de la crisis financiera de principios de la década pasada. Se busca asegurar que las entidades no estén expuestas a un riesgo que resulte de concentración o de control del crédito, bien sea del interés dominante en el capital de las entidades o de otras influencias. Estas medidas se recogen en los decretos 2360 y 2653 de 1993, que limitan la exposición acumulada de riesgo al 10% del patrimonio de la entidad, o de 25% si la exposición está debidamente respaldada por garantías admisibles.

Valoración de inversiones. Mediante las resoluciones 200 y 500 de 1995 de la Superintendencia Bancaria se adoptó un mecanismo moderno de valoración de inversiones que corrige las deficiencias de las normas anteriores. El esquema adoptado –resultado de un largo proceso de maduración que se benefició de comentarios técnicos de gremios, expertos y entidades financieras– refleja el estado del arte no sólo en la región sino que es aceptable en el contexto más amplio de sistemas financieros más desarrollados que el nuestro. Las medidas entraron en funcionamiento el pasado 28 de abril. No obstante, en reconocimiento de las dificultades de creación de los sistemas electrónicos de valoración, hemos ofrecido un plan de ajuste automático hasta el 30 de junio del año en curso, para aquellas entidades que lo requieran. En el caso de los fondos que manejan recursos del público, aquellas entidades que se acojan al plan de ajuste deben informar esta circunstancia a sus afiliados.

Plan Unico de Cuentas (PUC). Es el sistema general de contabilidad mediante el cual se reportan los resultados de todas las entidades financieras. Es la herramienta básica de la labor de supervisión, con la cual se puede hacer un análisis homogéneo de las diferentes entidades y consolidar la información para obtener resultados a nivel sectorial para evaluar el desempeño de cualquier segmento del sector financiero. A nivel individual facilita las comparaciones entre diferentes intermediarios y ayuda también a las entidades a contrastar sus resultados con el estándar del sector donde compiten.

Inversiones admisibles para los fondos de pensiones y cesantías. Esta medida, recientemente adoptada, es representativa del marco técnico necesario para la operación de entidades que actúan en entornos de creciente sofisticación en la administración de inversiones, que hace muy intensa y dinámica la relación entre el mercado de capitales y el sector financiero. Refleja igualmente la preocupación de las autoridades por abrir espacios de competencia que impulsen el desarrollo del mercado de capitales bajo normas prudenciales de manejo del ahorro de los colombianos. El marco de las regulaciones adoptadas consulta como principio fundamental la seguridad del ahorro pensional, pero por comparación con aquellos países de la región que tienen un sistema de inversiones privadas en fondos de pensiones, es probablemente uno de los que más alternativas ofrece para el manejo rentable y seguro de las inversiones de los afiliados.

Otras normas de supervisión. Aparte de las medidas reseñadas, la Superintendencia cuenta con otros mecanismos contables y de mantenimiento de estándares de prudencia que facilitan el cumplimiento de su labor. Valga mencionar la autorización de constitución de entidades, definición de prácticas inseguras, posesión de los directivos e inspecciones *in situ*, entre otras.

Tareas de regulación y supervisión del sector financiero

Si bien el conjunto de instrumentos reseñados y la tradición de estabilidad del sector ofrecen razones para ser optimistas, es conveniente

reconocer ciertas debilidades potenciales o falencias que se pueden llegar a acentuar en un sistema en proceso de cambio acelerado. Ello nos ha llevado a identificar ciertos aspectos de la operación y supervisión del sector que deba fortalecerse.

El sistema de pagos. En Colombia este sistema es relativamente pequeño en relación con el PIB, por eso no hemos tenido –aparte de unos pocos fraudes de frecuencia consistente con las estadísticas internacionales y de unos altos índices de devolución de cheques– problemas graves que atenten contra la estabilidad del mecanismo de pagos y liquidación de obligaciones de la economía. Pero en la medida en que el sistema financiero se desarrolla y crece, el sistema de pagos, como en otras economías, se convierte en uno de sus puntos vulnerables y motivo de preocupación para las autoridades. Por ello se está trabajando en el tema en colaboración con el Banco de la República, entidad a la cual le compete en forma directa este tema, con miras a fortalecer y a hacer más eficiente el sistema de pagos.

La brecha entre activos y pasivos. En la medida en que las tasas de interés y la tasa de cambio fluctúan en Colombia de acuerdo con el comportamiento del mercado, hay un nuevo tipo de riesgo que ha aparecido en el balance de las instituciones financieras: el riesgo de desfase entre activos y pasivos. Tenemos como meta producir lineamientos generales, antes del final del año, que mitiguen este riesgo. Haremos énfasis en el riesgo cambiario, en la medida en que se ha revertido el proceso de revaluación del peso y como resultado de las medidas que ha tomado el gobierno y de la incertidumbre que se cierne sobre la región, es posible otra vez una devaluación del peso, incluso por encima de las metas establecidas por el gobierno. Ello introduce un riesgo de tasa de cambio en el balance de las entidades que hace necesario desarrollar los mecanismos para su control.

También trabajaremos en la reglamentación de los contratos a futuro, y en general, los productos derivados. Esperamos que la valoración de las inversiones de las entidades a precios de mercado motive un reconocimiento de ciertos riesgos que antes no recibían atención de administradores y accionistas de las entidades. Ello motivará una mayor

demanda por productos de cobertura para atenuar estos riesgos. Nuestra meta es desarrollar un marco regulatorio y operacional que cubra todos los aspectos referentes a tributación, liquidación, contabilidad, etc., que ofrezca claridad a los participantes en estas operaciones.

Extensión del patrimonio técnico a algunas entidades que por razón de su operación no lo tienen claramente definido. Las fiduciarias, las administradoras de fondos de pensiones y las capitalizadoras, no tienen requerimientos consistentes con el nivel de riesgos asumidos como ocurre con el grueso de las entidades del sector financiero. Se requiere, por lo tanto, su revisión y determinación de los niveles apropiados.

Para concluir esta revisión de tareas, es importante señalar otros aspectos que sobrepasan la órbita estricta de la supervisión bancaria y que son una labor conjunta, tanto de las entidades gubernamentales, como del sector privado.

Mejora en la disponibilidad y calidad de la información. La Superintendencia está trabajando en proyectos para simplificar y mejorar la calidad de la información. Somos conscientes de los costos que una carga exagerada de información impone a las entidades. Tenemos un claro compromiso de mejorar la calidad de la información prevista y reducir el costo para las instituciones de producir los requerimientos de la Superintendencia. Con este fin, buscamos desarrollar sistemas de información o mecanismos de reporte de mejor calidad y cobertura, pero más integrados para que el costo de producirlos se reduzca.

Mejor servicio al cliente. Permítanme reiterar este punto que hace parte fundamental de nuestros objetivos. El cliente es la base de la estabilidad, la garantía de seguridad del sector financiero y por lo tanto requiere de reglas claras y explícitas de parte de las entidades con el fin de mantener su confianza y satisfacción.

VISION GLOBAL DEL SISTEMA FINANCIERO: HACIA DONDE EVOLUCIONA EL SECTOR COLOMBIANO

Luego de la expedición de las bases fundamentales de la reforma, hoy contamos con un sistema financiero que opera dentro de un marco de mayor competencia, tanto doméstica como internacionalmente; de menor especialización, con un esquema de multibanca; de una mayor participación de la inversión extranjera y de una participación estatal decreciente.

EL CAMBIO ENTRE 1990-1994

Establecimientos de Crédito

Mayor número de entidades y menor participación estatal

Entre 1990 y 1994 se privatizó un número apreciable de entidades que se habían nacionalizado durante la crisis financiera de los primeros años de los años ochenta. De los 94 establecimientos de crédito que operaban a finales de 1990, 24 de ellos eran estatales y representaban el 47% de los activos del sector y el 78% del capital. A finales de 1994, de los 137 establecimientos de crédito, solamente nueve entidades eran estatales y representaban una cuarta parte de los activos del sector y cerca del 40% del capital.

El propósito del actual gobierno es continuar con este proceso de privatización, manteniendo únicamente ciertas entidades que son necesarias desde el punto de vista social o estratégico para adelantar la función del gobierno. Entidades como Concasa, Banco Popular y otras, serán puestas en venta en los próximos meses.

Eficiencia del sector

En los últimos cuatro años, el sector ha realizado esfuerzos tendientes a mejorar su eficiencia. Para tales efectos las entidades han realizado inversiones importantes que incorporan nuevas tecnologías, sistemas de

información más modernos, personal más capacitado entre otros. Así, mismo, las autoridades han apoyado al sector en este aspecto con el desmonte gradual de las inversiones forzosas y la reducción de los niveles de encaje, tema sobre el cual habrá modificaciones importantes en esta convención.

No obstante, al analizar los resultados del sector, hemos registrado un estancamiento y en algunos casos un deterioro, en los indicadores de eficiencia financiera y administrativa. A manera de ejemplo, el margen financiero bruto de los bancos, que era del 54% en 1991, ha descendido únicamente al 49% en 1994. No se observa una tendencia definida para los demás establecimientos de crédito. Este es un tema muy complejo, sobre el cual no tenemos aún los elementos suficientes para llegar a un juicio definitivo sobre en qué estado de desarrollo se encuentran las entidades del sector. Es posible que la mayor parte del deterioro en estos indicadores se deba al costo de la modernización de las entidades, cuyo efecto esperamos se refleje en los siguientes dos años.

Es posible esperar que en el futuro la tendencia hacia la modernización se refleje en una mayor competitividad y eficiencia de las entidades, lo cual redundará en un menor margen de intermediación. Esa es la visión optimista. Otros analistas ilustrados consideran que las mejoras de eficiencia deberían haberse reflejado en mayor grado en los indicadores, máxime al considerar la magnitud de los cambios adoptados tanto a nivel regulatorio, como a nivel de competencia. La Superintendencia Bancaria está examinando este tema con el apoyo de investigadores externos y esperamos, antes de terminar el año, poder aportar algunos elementos técnicos a la discusión de estas materias.

Fortalecimiento del ahorro institucional

Hay que destacar otro aspecto de la reforma como es el fortalecimiento del ahorro institucional financiero.

La ley 50 de 1990 inició los cambios a la seguridad social en nuestro país. Se creó un nuevo sistema de cesantías que promovió la creación de

las sociedades administradoras de fondos de cesantía. A finales de 1993 se expidió la ley 100, la cual reformó el sistema de seguridad social y estableció un sistema pensional con dos regímenes competitivos que operan en forma diferente. Estas medidas tendrán un impacto importante y benéfico sobre el mercado de capitales y financiero del país.

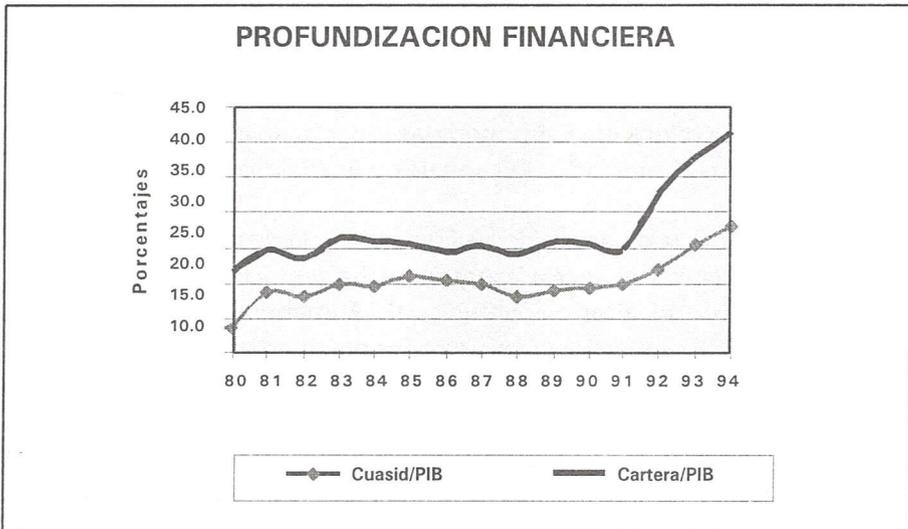
Por otra parte, la dinámica de las fiduciarias y la de otros inversionistas institucionales como el sector asegurador ha tenido una trascendencia importante sobre el ahorro institucional. A manera de ilustración, la participación de las inversiones en acciones efectuadas por las compañías de seguros en la Bolsa de Bogotá, se elevó en los últimos tres años de 1% del total al 4%. Al mismo tiempo, las inversiones de las fiduciarias representan el 20% de la actividad en la Bolsa de Bogotá, las de los fondos de cesantía el 6,3% y las efectuadas por los fondos de pensiones el 9,1%. Al tener en cuenta los niveles relativamente pequeños de estos últimos, y su previsible expansión futura, es de esperar que el sector financiero contribuya a la profundización financiera y sea el motor del mercado de capitales.

Mayor profundización financiera

El acelerado desarrollo del sistema financiero en los últimos años se ha reflejado en una mayor profundización financiera de la economía nacional. Los cuasidíneros han tenido un crecimiento acelerado desde 1991. No obstante, su crecimiento ha sido superado por la dinámica de la cartera en los últimos cuatro años, hasta tal punto que éste se ha llegado a convertir en un tema de preocupación para la programación macroeconómica. (Gráfica profundización financiera).

Fortalecimiento patrimonial y solvencia

En los últimos cuatro años hemos observado un intenso proceso de fortalecimiento patrimonial en los establecimientos de crédito. El crecimiento del patrimonio entre 1990 y 1994 fue del 50% en promedio cada año como resultado tanto de los mayores niveles de capital exigidos para la operación de las entidades, como de iniciativas de sus accionistas

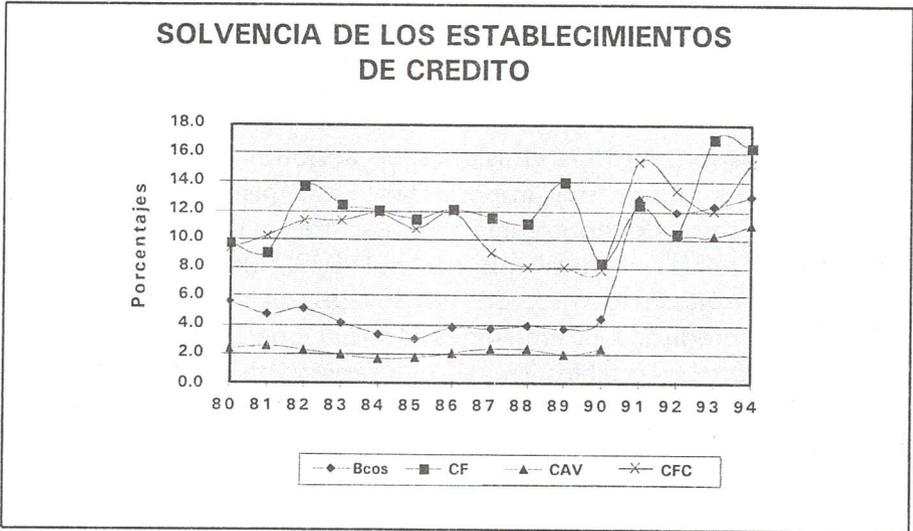


a capitalizarlas. Es importante recalcar que ello es resultado de la alta rentabilidad de la actividad en el período, que hace interesante para los accionistas de estas entidades capitalizarlas, tal como debe serlo.

Los indicadores de solvencia reflejan entonces esta solidez. Los bancos, que son las entidades con mayor participación dentro de la actividad de crédito, tienen una razón de patrimonio técnico a activos ponderados por riesgo del 13%, que se compara favorablemente con el 9% requerido por las regulaciones colombianas, y con el 8% sugerido por el Comité de Basilea. Es conveniente destacar que todos los grupos de intermediarios financieros exceden, en algunos casos substancialmente, los porcentajes fijados por la ley. (Gráfica solvencia de los establecimientos de crédito)

Endeudamiento externo y emisión de acciones

Desde la perspectiva de todo supervisor, la desintermediación del sector financiero formal genera preocupación porque empíricamente se ha observado que este fenómeno viene generalmente acompañado de un deterioro de la calidad de los activos y la rentabilidad de las instituciones



financieras. Si se analiza la situación colombiana en los últimos cuatro años se observan indicios de desintermediación de los establecimientos de crédito en la provisión de financiación global a la economía. No obstante, es tranquilizador anotar que ese proceso no ha incidido negativamente en la calidad de la cartera o en la rentabilidad del negocio.

Entre 1990 y 1994 la deuda externa del sector privado se elevó de un saldo de aproximadamente tres mil millones de dólares a un poco más de siete mil millones de dólares, es decir, el sector privado obtuvo crédito neto por cuatro mil millones de dólares en menos de cuatro años¹. Como es razonable esperar, aquellas entidades que accedieron al crédito externo son las que poseen la mejor calidad de crédito en el país.

Este incremento del endeudamiento privado fue compensado en parte por una caída del endeudamiento público. El saldo de la deuda pública externa se redujo de alrededor de quince mil millones de dólares a finales de 1990 a un saldo de trece mil millones de dólares a finales de 1994, es decir una reducción nominal de dos mil millones de dólares.

¹ De acuerdo con información del Banco de la República

Esta reducción balanceó las cifras de financiamiento externo del país y permitió mantener la estabilidad que tradicionalmente ha caracterizado el manejo de la deuda colombiana.

Por su parte, tanto las emisiones de acciones domésticas como internacionales fueron muy importantes. Las emisiones de acciones nacionales pasaron de representar cuarenta y tres mil millones en 1991, a trescientos treinta y cinco mil millones en 1994². Nuevamente, aquellas entidades emisoras en los mercados de capitales son las que tienen mayor fortaleza de crédito. Las emisiones internacionales pasaron de ser prácticamente despreciables en 1991, a representar ciento veintisiete mil millones de pesos en 1994. Estas emisiones estuvieron acompañadas de un crecimiento de las emisiones de bonos, tanto a nivel nacional como internacional.

Estos dos procesos señalan que los mejores clientes del sector financiero tuvieron acceso a fuentes de recursos diferentes al crédito de intermediación. Obviamente esta tendencia arroja interrogantes sobre la calidad de la cartera del sector. Pasamos entonces a analizar este posible deterioro.

Activos de los establecimientos de crédito

La migración hacia otras fuentes de recursos no parece haber afectado, en términos de volumen, a los establecimientos de crédito. El total de activos de dichos establecimientos pasó entre 1990 y 1994, de 9.6 billones de pesos a 33.8 billones³ de pesos -una tasa anual de crecimiento promedio de 37%- muy superior a los índices de inflación registrados en el mismo período. El pasivo creció a una tasa relativamente similar, -del 36%- mientras el patrimonio lo hizo a una tasa promedio del 50%. Esta evolución patrimonial es precisamente la garantía de estabilidad del sector. Las utilidades pasaron de niveles 92 mil millones de pesos en 1990 (sin

² De acuerdo con información del Banco de la República

³ Sin incluir BCH, dado que en 1990 no se tiene información de esta entidad

BCH), a 629 mil con BCH y 614 mil sin BCH millones de pesos en 1994, es decir un incremento anual promedio de utilidades del 61%.

En términos del desempeño del sistema, en la parte activa hemos visto la introducción de nuevos negocios: cambiarios, productos derivados, banca de inversión, titularización, oportunidades que muestran aspectos bastante promisorios para el desarrollo del sector. También se ha dado un crecimiento importante del crédito de consumo.

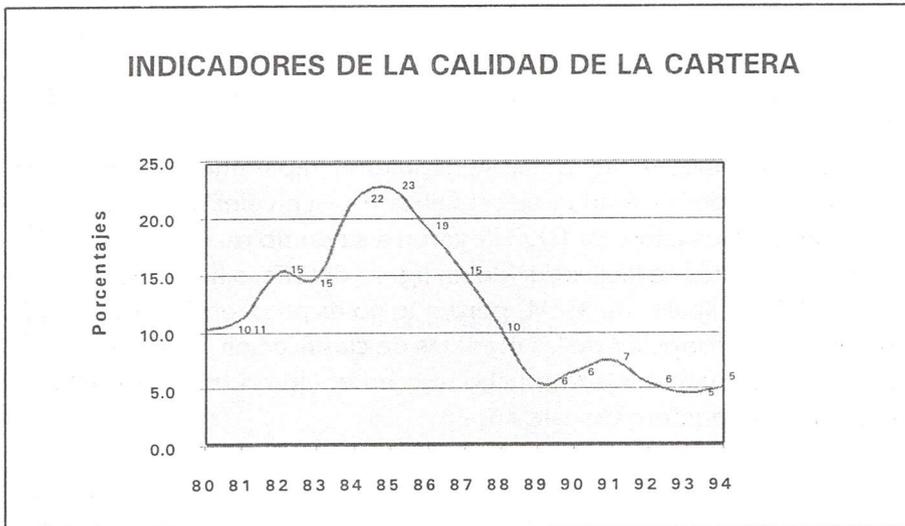
Calidad de la cartera de créditos

A pesar del proceso de desintermediación, la calidad de la cartera ha mejorado continuamente. Al final de la crisis, a mediados de los años ochenta, los índices de cartera vencida como porcentaje de la cartera total exhibían niveles del 23%; se redujeron rápidamente durante la segunda mitad de la década y se estabilizaron en niveles inferiores al 5% en los tres últimos años. En 1993 llegaron a su punto más bajo, 4.6%. En los años siguientes se ha producido un ligero deterioro hasta alcanzar un nivel de 5.2% a finales de 1994, pero que no es preocupante porque es resultado de la adopción de las medidas de clasificación y calificación de cartera, que se han reflejado mucho más en el último trimestre del año pasado y en el primero de este año.

El crédito de consumo tradicionalmente crece en aquellas economías que cambian de un modelo de represión financiera a uno de libre competencia. Los agentes de la economía que han estado sujetos a severas restricciones de crédito, acceden agresivamente a él en el momento en que las compuertas se abren. El crédito de consumo mostró un dinamismo importante hasta 1994, pero tenemos indicios de una cierta desaceleración y reducción de su participación porcentual en el crédito global en lo que va corrido de 1995.

Existe cierta preocupación por la calidad de esta cartera. Los créditos vigentes de consumo constituyen el 25% del total, pero la cartera vencida respectiva representa el 48% del total de créditos, es decir la incidencia de siniestralidad en los créditos de consumo es el doble del promedio de los créditos comerciales e hipotecarios. Aunque la calidad de la cartera

de consumo es normalmente inferior a la calidad de la carteras comercial e hipotecaria, el nivel de estos indicadores nos da una clara señal de alarma. Si los indicadores continúan su proceso de deterioro, ello nos llevaría a pensar, no en medidas orientadas a restringir estos préstamos, pero sí a considerar la conveniencia de un mayor respaldo patrimonial para riesgos de este crédito. No obstante, es tranquilizador que las entidades que se especializan en este tipo de financiación, las compañías de financiamiento comercial, tienen un menor apalancamiento que el resto del sector.



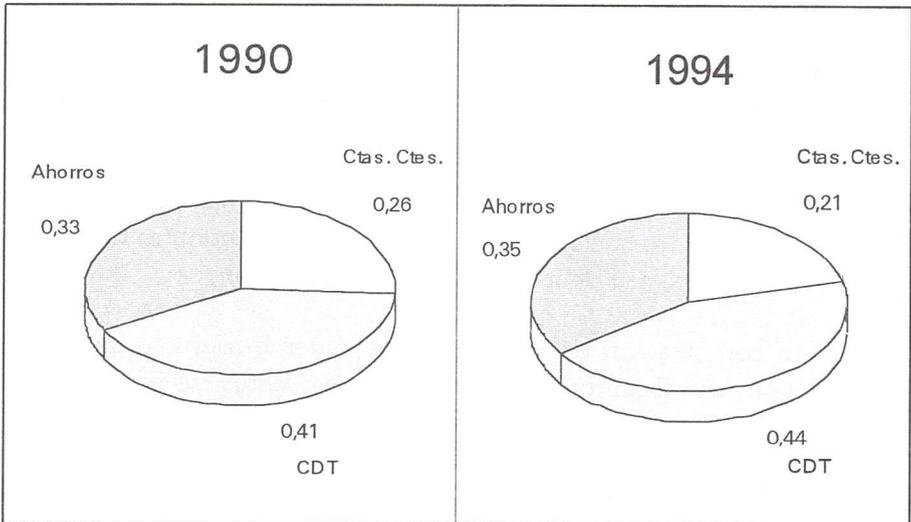
Pasivos de los establecimientos de crédito

En lo que se refiere a los pasivos observamos un cambio estructural en su composición, que refleja formas diferentes de captar recursos del público y en general de acceder al mercado. Hemos observado una participación porcentual creciente de los certificados de depósito a término y de las cuentas de ahorro como fuentes de financiación de las entidades, y por ende, un menor énfasis en las cuentas corrientes. Las razones de esta migración entre fuentes parecen ser la actual estructura de encajes cuya alta dispersión estimula la utilización de instrumentos de bajo encaje a costa de las cuentas corrientes.

Entre 1990 y 1994 la participación de los CDT dentro de los pasivos se elevó de 41% a 44%. Al discriminar los CDT en pesos y en UPAC, los primeros representaban el 35% de las fuentes de financiación en 1990 , mientras que en 1994 habían crecido a un nivel del 39%. Los CDT en UPAC por su parte, se han mantenido en niveles cercanos al 6%.

La participación de las cuentas corrientes se redujo en 5 puntos porcentuales en el período. Esta caída fue más marcada en el último año, con una reducción de 10 puntos porcentuales. Las cuentas de ahorros han ganado 2 puntos porcentuales (si bien su dinámica se redujo en 1994). Como resultado de esta recomposición de las principales captaciones, el encaje efectivo del sistema se ha reducido, en especial durante el último año.

DISTRIBUCION DE LAS PRINCIPALES CAPTACIONES 1990 - 1994



Encaje

El total de encaje depositado en el Banco de la República como proporción del total de pasivos sujetos a encaje, bajó del 23% en 1990 a un nivel ligeramente por encima del 14% a finales de marzo pasado. Los altos encajes que se aplicaban sobre el sector, así como la dispersión de su estructura, han incentivado a las entidades a recomponer sus pasivos con el fin de disminuir el nivel efectivo de recursos congelados en al Banco de la República. Este comportamiento ha dirigido la atención de las autoridades monetarias hacia el tema de la estructura de estos encajes.

Retos para los establecimientos de crédito

En términos del desempeño del sistema quisiera plantear algunos retos para abrir la discusión al respecto:

- * Es fundamental continuar el proceso de mejora de la calidad de la cartera. Hemos tomado medidas conducentes a ese fin, pero la evaluación y clasificación de los créditos es una responsabilidad de las mismas entidades.
- * Los indicadores de eficiencia, tanto financieros como administrativos, no reflejan una mejora substancial. Es necesario tomar medidas que nos permitan retomar otra vez la senda de una mayor eficiencia.
- * El servicio al cliente es un aspecto de vital importancia para la solidez del sector hacia el futuro, y a juzgar por el número de quejas de los usuarios, hay deficiencias de fácil corrección.
- * La combinación de un peso relativamente fuerte y un sector financiero sólido abre oportunidades interesantes de inversión en países vecinos. En esta circunstancia la Superintendencia también debe prepararse para resolver los interrogantes que se presentan en este nuevo papel de país exportador de capital.

* Finalmente, las oportunidades creadas por nuevos productos y desarrollos tecnológicos generalmente conllevan un mayor nivel de riesgos no tradicionales. Quiero al respecto llamar la atención de los administradores sobre los riesgos de las nuevas técnicas de tesorería y de los derivados.

Las sociedades fiduciarias

Las sociedades fiduciarias son probablemente las instituciones que experimentaron el crecimiento más dinámico en los últimos cuatro años. En efecto, a finales de 1990 existían 25 secciones fiduciarias en los establecimientos de crédito y 11 sociedades fiduciarias, con \$76.000 millones de activos. A finales de 1994, 44 sociedades fiduciarias administraban activos del orden de \$7 billones. Estos activos corresponden a los de los fideicomisos. Por otra parte ha tenido lugar una recomposición de los rubros de actividad en el negocio fiduciario. Productos de distribución masiva como los fondos comunes ordinarios sufrieron un deterioro relativo y su participación se redujo del 36% en el total al 20% en el último año. No obstante, este menor dinamismo ha sido más que compensado por el crecimiento de otros productos como la fiducia de administración, inmobiliaria, de garantía y pública.

Las sociedades fiduciarias enfrentan importantes retos futuros:

* El dilema tradicional en el manejo de ahorro del público -el compromiso entre riesgo y rentabilidad- requiere un cambio de filosofía del negocio fiduciario. La opción facilista de ignorar y ocultar el riesgo no es válida en un mercado que se sofisticaba como todo parece indicar es el caso colombiano. Los inversionistas del mercado han demostrado su capacidad para entender a mayor rentabilidad, mayor riesgo.

* En esta misma tónica, la resolución de valoración de inversiones se orientó a lograr una mayor transparencia en el manejo de los ahorros del público y mantener la confianza en la actividad. Queda

por delante una gran labor en términos de utilizar esta herramienta para desarrollar una cultura del manejo del riesgo adaptada a nuestra idiosincrasia.

* Hay indicios de madurez de producto y saturación competitiva en las líneas más tradicionales del negocio fiduciario. Las fiduciarias deben tener presente que ello refleja el ciclo normal de cualquier producto. La consecución de altas rentabilidades requiere identificar nuevas necesidades del cliente y ejercitar la capacidad creativa que ha caracterizado hasta ahora la actividad.

Fondos de pensiones y cesantías

La reforma pensional contenida en la ley 100 de 1993 ha dado resultados superiores a los esbozados por algunos analistas antes de su aprobación. En efecto, el Seguro Social, en plena competencia con los fondos de pensiones privados logró incrementar el número de sus afiliados de tres millones cuatrocientos mil, a tres millones seiscientos mil el año pasado. Por su parte, los fondos de pensiones privados registraron novecientos noventa mil afiliados, prácticamente la meta trazada de un millón de afiliados. El sistema de cubrimiento de riesgos profesionales, por su parte, se elevó, en este año en trescientos mil afiliados. Los fondos de cesantías afiliaron en 1994 450 mil empleados más, para llegar a 1.2 millones.

Los activos de los fondos de cesantías crecieron 357 mil millones durante 1994; los de pensiones, dada su reciente creación, alcanzaron a finales del año \$33,5 mil millones, que se convirtieron en \$64.8 mil millones a marzo de 1995. Si bien la primera cifra es menos de una décima parte de un punto del PIB, su rápido crecimiento evidencia las promisorias perspectivas que tiene este tipo de ahorro institucional. Cabe mencionar que en Chile estos fondos representaban a mediados del año pasado más del 41% del PIB.

Las sociedades administradoras de fondos de pensiones y de cesantía tienen importantes retos:

* Mantener la dinámica de las afiliaciones y simultáneamente lograr un manejo rentables de inversiones a muy largo plazo. Los resultados observados son halagüños.

* Es necesario elevar la eficiencia administrativa y financiera . En todo negocio de reciente creación este es uno de los aspectos de difícil control. Es necesario un manejo cada vez más profesional de los portafolios de inversión, puesto que la confianza del público en el sistema constituye su activo más importante. Como ya hemos comentado en otros foros, el alto impacto de las comisiones por concepto de administración sobre la rentabilidad neta al inversionista es tal vez la amenaza más clara a la credibilidad del sistema mismo.

* Al respecto, la Superintendencia presentó esta semana el primer resultado de la rentabilidad obtenida por el afiliado después de 8 meses de operación del sistema. Los resultados que se comentan a continuación son tranquilizadores en ciertos aspectos y preocupantes en otros. Hay tres variables que resumen el resultado para un afiliado que ingresó al sistema en mayo de 1994 y permaneció hasta diciembre de 1994: rentabilidad bruta, comisiones y rentabilidad neta.

□ El rendimiento promedio del sistema fue del 40.3%, casi 15% por encima de la inflación del período. Para las diferentes administradoras de pensiones, esta rentabilidad bruta fluctuó entre el 35% y el 49%. Ello indica que el manejo financiero de las inversiones ha sido sólido y tiene posibilidad de generar los niveles de rendimiento real necesarios para ofrecer una alternativa más atractiva que la que pueda dar el régimen de prima media ofrecido por el ISS. En un estudio reciente realizado por Fedesarrollo, se estima que con niveles de rentabilidad real del 7% al 8% el retiro para ciertos trabajadores afiliados a los fondos privados, la pensión sería más atractiva que bajo el Seguro Social.

□ Las comisiones de administración representaron del 25% al 45% del total de los fondos administrados. Por eso, cuando se sustrae de la rentabilidad bruta el cargo por comisiones, la rentabilidad neta efectiva que le queda al afiliado es en promedio

6.94%. En las diferentes compañías, se observó desde una rentabilidad neta del 13.5% en el mejor de los casos, hasta un rendimiento negativo del 6.5%. Estas rentabilidades nominales se encuentran muy por debajo de la inflación del 22.6% observada el año pasado.

- El cobro de las comisiones se hace bajo un esquema de referencia al salario del afiliado, y el cargo normal por comisiones, ajustándose a los límites establecidos por la ley 100, es del 1.5% del salario mensual del afiliado. Cuando en una actividad nueva, en proceso de desarrollo, como los fondos de pensiones, se cobra una comisión por referencia al salario, esta se convierte en una carga muy pesada en relación a los rendimientos del fondo. Esperamos que en el futuro la relación entre el cargo por comisiones de administración y los rendimientos del fondo se vaya matizando, para que los cargos sean menores en proporción a los rendimientos a fin de lograr rendimientos reales positivos
- Es necesario reconocer que lo anterior representa una amenaza a la viabilidad misma de este modelo de pensiones, la cual no se evitará ignorando los resultados o utilizando mecanismos contables que escondan el desempeño real de la actividad.

El Seguro Social también enfrenta retos muy importantes. En el proceso de competencia y de modernización de las administraciones privadas, es obvio que el esquema que se había utilizado antes de la reforma de la Ley 100, no es suficiente para competir en forma abierta con los fondos privados. El Seguro está trabajando para mejorar el servicio que le ofrece a sus usuarios. Por su parte, la Superintendencia se ha fijado como meta la depuración de los estados financieros del Seguro, ya que sin ello no se puede hacer un análisis de su evolución, reserva actuarial y generación de ingresos.

CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS

>> Nos encontramos con un sector financiero sólido, resultado del proceso de desregulación, de la profundización financiera experimentada y con una menor participación del Estado. De un modelo de represión financiera donde la autoridad, bien sea a través de entidades estatales, o mediante supervisión y regulación detalladas, marcaba la pauta de la operación del sistema, se ha pasado a un sector financiero caracterizado por una competencia agresiva, el cual ofrece nuevos productos y mejor atención al cliente.

>> La supervisión preventiva se ha consolidado con una visión estratégica, y con la revisión y fortalecimiento de los elementos cruciales para cumplir su función. Contamos con un marco apropiado, que nos permite augurar el desarrollo sólido y eficiente del sector.

>> La liberación y modernización del sector han ido acompañadas de un crecimiento real importante y de un fortalecimiento patrimonial de las instituciones financieras durante lo corrido de la década.

>> Si bien se ha eliminado el esquema de especialización obligada existe la posibilidad de especialización voluntaria en nichos de mercado, con base en verdaderas ventajas competitivas y no en decisión regulatoria. Estas oportunidades se han aprovechado plenamente en algunas actividades como la fiducia.

>> Se ha registrado un estancamiento en la eficiencia financiera y administrativa de las entidades. Este comportamiento puede ser el resultado temporal de las considerables inversiones que se han hecho en materia tecnológica y de personal para darle un vuelco al sector. La Superintendencia es optimista en que las inversiones realizadas rendirán su fruto rápidamente.

>> El desarrollo del ahorro institucional es de la mayor importancia. En una coyuntura de deficiente ahorro macroeconómico -resultado de la

mayor inversión y consumo motivados por la apertura- la promoción de mecanismos que fomenten el ahorro es un objetivo general para toda la economía. Las entidades del sector están llamadas a desempeñar un papel protagónico en el logro de estas metas.

El ahorro es el resultado de la acumulación de recursos que se destinan a la inversión. El ahorro es el resultado de la acumulación de recursos que se destinan a la inversión. El ahorro es el resultado de la acumulación de recursos que se destinan a la inversión. El ahorro es el resultado de la acumulación de recursos que se destinan a la inversión. El ahorro es el resultado de la acumulación de recursos que se destinan a la inversión.

El ahorro es el resultado de la acumulación de recursos que se destinan a la inversión. El ahorro es el resultado de la acumulación de recursos que se destinan a la inversión. El ahorro es el resultado de la acumulación de recursos que se destinan a la inversión. El ahorro es el resultado de la acumulación de recursos que se destinan a la inversión. El ahorro es el resultado de la acumulación de recursos que se destinan a la inversión.

El ahorro es el resultado de la acumulación de recursos que se destinan a la inversión. El ahorro es el resultado de la acumulación de recursos que se destinan a la inversión. El ahorro es el resultado de la acumulación de recursos que se destinan a la inversión. El ahorro es el resultado de la acumulación de recursos que se destinan a la inversión. El ahorro es el resultado de la acumulación de recursos que se destinan a la inversión.

El ahorro es el resultado de la acumulación de recursos que se destinan a la inversión. El ahorro es el resultado de la acumulación de recursos que se destinan a la inversión. El ahorro es el resultado de la acumulación de recursos que se destinan a la inversión. El ahorro es el resultado de la acumulación de recursos que se destinan a la inversión. El ahorro es el resultado de la acumulación de recursos que se destinan a la inversión.

El ahorro es el resultado de la acumulación de recursos que se destinan a la inversión. El ahorro es el resultado de la acumulación de recursos que se destinan a la inversión. El ahorro es el resultado de la acumulación de recursos que se destinan a la inversión. El ahorro es el resultado de la acumulación de recursos que se destinan a la inversión. El ahorro es el resultado de la acumulación de recursos que se destinan a la inversión.

LA COYUNTURA ECONOMICA DE
COLOMBIA

Mauricio Cabrera Galvis
Presidente Banco de Occidente

Agradezco a la Asociación Bancaria de Colombia esta oportunidad para reflexionar sobre los temas de política económica y financiera del país en momentos en que el debate se hace cada vez más intenso, no sólo por las convulsionadas circunstancias de los países vecinos y los mercados internacionales, sino también por la iniciación del debate en Colombia sobre aspectos tan vitales para el país como el Plan del Desarrollo del Salto Social y la Reforma Tributaria.

El propósito de estas notas es, sin embargo, más modesto, se trata de analizar dos aspectos clave de la coyuntura monetaria y financiera, a saber: El continuo y rápido crecimiento de la cartera del sistema financiero y la elevación de las tasas de interés. No hay duda de que se trata de los dos fenómenos más preocupantes de la actual coyuntura financiera del país, y que sobre todo la elevación de la tasa de interés es el «lunar negro de la economía», como lo denominó el ministro de Hacienda, razón por la cual resulta de suma importancia tratar de identificar las causas reales de estos fenómenos para poder plantear las alternativas de política económica y financiera que sean más eficaces para revertir tales tendencias.

El tema es todavía más importante para esta Convención Bancaria, por las continuas recriminaciones y llamadas de atención por parte de las autoridades monetarias –y hasta del propio Presidente de la República– a los banqueros por considerarlos los responsables de estos fenómenos.

El sistema financiero colombiano requiere que se haga claridad sobre los verdaderos responsables de la expansión crediticia y del peligroso nivel de las tasas de interés, puesto que sólo identificándolos se podrá evitar su negativo impacto sobre la actividad productiva.

A. EL INSOPORTABLE CRECIMIENTO DE LA CARTERA

Uno de los aspectos que más preocupa a las autoridades monetarias¹ es el acelerado crecimiento de la cartera del sistema financiero. En efecto, ésta pasó de \$8'200.000 millones en diciembre de 1992 a \$17'900.000 millones en diciembre de 1994; se trata de un crecimiento del 125% en sólo dos años, y aunque en los últimos meses se ha reducido un poco su ritmo de crecimiento, la tasa registrada al finalizar el pasado mes de marzo ascendía al 46% anual.

Lo inexplicable e insoportable de este comportamiento de la cartera, radica en su pertinaz resistencia a desacelerarse, a pesar de la expresa decisión política de controlarla y disminuirla, manifestada desde principios de 1994. En efecto, después de un breve período de laxitud monetaria, la Junta del Banco de la República decidió modificar la orientación de sus políticas y en febrero de 1994 anunció su decisión de controlar la expansión de la cartera del sistema financiero, para lo cual en febrero de dicho año impuso controles administrativos al crecimiento del crédito, que por errores en su diseño resultaron inútiles.

Para alcanzar el anhelado objetivo decidieron entonces apelar a la buena voluntad de los banqueros y, en repetidas ocasiones, les solicitaron que controlaran voluntariamente el crecimiento de su portafolio de crédito, puesto que la decisión de la Junta era la de no validar este crecimiento con expansión monetaria. Efectivamente, se instauró así un período de

¹ Léase Junta Directiva del Banco de la República, aunque parece que también el Presidente de la República se ha contagiado de esta preocupación según lo señaló en su discurso de instalación de la Convención Bancaria.

política monetaria restrictiva que ha llevado a que el crecimiento de los medios de pago se reduzca por debajo del 20% anual, por debajo inclusive del límite mínimo del corredor planteado por la misma Junta Directiva, y se ha permitido y propiciado una elevación de las tasas de interés para desestimular la demanda de crédito. A pesar de todos estos esfuerzos, el crédito del sistema financiero continúa creciendo a tasas cercanas al 50% anual.

Para el Banco de la República los responsables de ese comportamiento están perfectamente identificados: Se trata de los intermediarios financieros que, actuando imprudentemente y en contra de todas las advertencias, continúan inyectando crédito en la economía; y no ha bastado para disuadirlos ni la política monetaria restrictiva, ni la elevación de las tasas de interés, ni la perspectiva de un deterioro en la calidad de su cartera. Tales afirmaciones tan reiteradamente repetidas, merecen un cuidadoso análisis y una respuesta de parte del sistema financiero.

1. Sobre las causas del aumento de la demanda de crédito

La primera tesis que es necesario plantear de una manera clara a pesar de ser casi una verdad de Perogrullo, es que las entidades financieras no son las causantes del incremento del crédito en la economía, puesto que éste depende fundamentalmente de la demanda.

La lógica de esta afirmación es casi de sentido común: A nadie lo pueden obligar a aceptar un crédito que no quiere, y que no ha solicitado; y si bien es cierto que existen estrategias publicitarias que ayudan a inducir la demanda de algunos créditos, especialmente los de consumo, no por esto puede afirmarse que las instituciones financieras generen su propia demanda de crédito. La Ley de Say no aplica en el mercado de crédito. De otra parte, sería inexplicable que un exceso de oferta indujera una elevación de las tasas de interés.

Los pocos análisis econométricos que existen en Colombia sustentan esta tesis. La conclusión del estudio realizado por Fedesarrollo en 1987 sobre la macroeconomía del sistema bancario afirmaba que «la estimación econométrica del modelo muestra que las demandas de crédito son

esencialmente exógenas al sistema bancario y por consiguiente en el largo plazo determinan su comportamiento».²

Si se trata de una realidad tan evidente, no se explica por qué la insistencia de las autoridades de presionar al sistema financiero para que no otorgue más créditos, en lugar de tratar de convencer a los agentes económicos que demandan crédito de que no soliciten más. Todavía no hemos visto a ningún miembro de la Junta Directiva del Banco de la República, ni a ningún ministro en asambleas de la Andi, de Acopi, de la SAC o de Fenalco exhortando a los afiliados a estas agremiaciones, nuestros clientes, para que moderen su demanda de crédito, ni argumentando que el crecimiento excesivo de esta demanda pueda tener efectos perjudiciales sobre la economía.

Más aún, no se trata tan sólo de una omisión de las autoridades monetarias, sino que, por el contrario, durante varios años la política económica ha estado y sigue orientada a estimular el crecimiento de la demanda de crédito.

En realidad a ningún observador de la economía colombiana debería sorprenderle ni extrañarle el acelerado crecimiento de la demanda de crédito en los últimos años, y, por lo tanto, el correspondiente incremento de la cartera de los intermediarios financieros, puesto que en nuestro país se han conjugado todos los factores que explican y determinan el crecimiento de la demanda de crédito. La literatura económica muestra que la demanda de crédito es una función de variables tales como el crecimiento económico, los ciclos económicos, la innovación de expectativas (*shocks* externos) y factores especulativos; y no es difícil demostrar que en Colombia, en la década de los 90, han interactuado todo este conjunto de factores, como se puede comprobar con sólo citar algunos ejemplos:

² Cfr. LORA, E. «Macroeconomía del Sistema Bancario: un modelo aplicado a Colombia», en LORA E. (Editor) *Lecturas de Macroeconomía Colombiana*, p. 369.

- * El crecimiento económico ha sido sostenido entre el 4 y 5% en el período en mención.
- * El país ha experimentado un «boom» en distintos sectores de la actividad económica, entre los cuales merece destacarse el del sector petrolero y el del sector de la construcción, que se ha prolongado por cerca de cuatro años.
- * En cuanto a los *shocks* externos se refiere y las innovaciones de expectativas, ninguno más significativo que el «revolcón» experimentado por la economía colombiana como resultado de las reformas económicas e institucionales introducidas por la administración Gaviria: Reforma Cambiaria, Reforma Laboral, Reforma Financiera y Reforma a la Seguridad Social, por sólo citar las más importantes.
- * La política de privatizaciones que exigió inversiones del sector privado por más de mil millones de dólares anuales entre 1993 y 1994 y que espera transferir al sector privado activos y obras públicas por más de doce mil millones de dólares en los próximos cinco años.
- * La apertura económica que cambió las reglas del juego de la competitividad de las empresas colombianas, exigió una profunda reestructuración industrial y renovación de maquinarias y tecnología, para hacer frente a las exigencias de los mercados internacionales.
- * La descentralización fiscal que aumentó los ingresos y la capacidad de gastos de departamentos y municipios y, por lo tanto, su capacidad de endeudamiento.

Si se tienen en cuenta estos factores, se concluye rápidamente que no es ninguna sorpresa, ni un resultado extraño que la demanda de crédito haya tenido un crecimiento tan acelerado en los últimos años, y no propiamente inducida por los intermediarios financieros.

La lógica del argumento puede ser muy clara para explicar el comportamiento de la demanda de crédito, pero, por supuesto, subsiste una pregunta crítica: ¿Cómo se ha respondido a esta demanda y de dónde han salido los recursos para satisfacerla, de manera que la cantidad de crédito en la economía haya podido crecer al ritmo determinado por la demanda?

2. Las fuentes de la oferta de crédito

En este punto es necesario señalar otra verdad evidente: Las entidades financieras, si bien no son las causantes del aumento de la demanda de crédito, tampoco son sujetos pasivos que se limiten a comprobar la evolución de esta demanda, sino que han contribuido significativamente a la generación de recursos para atender las necesidades del mercado, respondiendo así a las exigencias mismas de la política económica.

Si se revisa rápidamente el comportamiento del mercado financiero en lo que va corrido de la década de los 90, se encuentran tres fases perfectamente diferenciadas, pero con un elemento en común: En todas ellas se dan aumentos significativos en la oferta de crédito.

a. 1990-1991. Fase de restricción interna y apertura externa

El gobierno y la autoridad monetaria (que en estos años no se diferenciaban), decidieron controlar a toda costa la liquidez interna de la economía para lo cual realizaron grandes volúmenes de OMAS, a través de la colocación masiva de Títulos de Participación del Banco de la República, e impusieron un estricto encaje marginal a todos los depósitos del sistema financiero. Simultáneamente, sin embargo, facilitaron el ingreso de capitales extranjeros o de colombianos en el extranjero (que no es lo mismo pero es igual), con lo cual no sólo cometieron el más grande y costoso error de la política monetaria colombiana en la historia reciente, sino que hicieron estéril su esfuerzo de controlar la iliquidez de la economía, puesto que las fuentes externas reemplazaron con creces las fuentes internas que estaban bajo total control.

b. 1991-1993. Fase expansiva interna y externa

La nueva Junta Directiva del Banco de la República decidió corregir el enfoque erróneo de la fase anterior, para lo cual eliminó el encaje marginal, disminuyó sustancialmente el monto de OMAS y propició la disminución de la tasa de interés, a la vez que iniciaba el desmonte del control de cambios y abría la cuenta de capitales de la balanza cambiaria de manera que los agentes económicos pudieran endeudarse más fácilmente en el exterior.

Como consecuencia lógica, los agregados monetarios de la economía crecieron rápidamente –la oferta monetaria registró tasas de crecimiento anual superiores al 40%–, se expandió la cartera del sistema bancario al mismo tiempo que bajaron las tasas de interés de captación y de colocación de los intermediarios financieros; de otra parte, los altos ingresos de capital extranjero indujeron a una drástica revaluación del peso colombiano frente al dólar a pesar del notorio crecimiento de las importaciones en el mismo período. En otras palabras, en esta fase la oferta de recursos de crédito tuvo tanto origen interno como externo y fue tan abundante la oferta de recursos que a pesar del incremento de la demanda, la tasa de interés se redujo.

c. 1994-1995. Fase de restricción interna y externa

En 1994 renace la preocupación de las autoridades monetarias por el control de los medios de pago y de la liquidez de la economía, y ante la comprobación de la velocidad del crecimiento de la cartera del sistema financiero, deciden controlar directamente esta variable mediante la imposición de controles administrativos que limitan su crecimiento a un determinado porcentaje mensual. Errores de diseño hacen que la medida resulte inútil, y regresan a controles más ortodoxos, en particular el control al crecimiento del dinero base.

La restricción monetaria en cuanto tal ha funcionado, y así se llega a la situación actual en la cual los medios de pago están creciendo escasamente 20% anual; muy cerca, e inclusive por debajo en algunas semanas, del límite inferior del corredor de proyecciones monetarias

diseñado por la misma Junta Directiva del Banco de la República. Adicionalmente a estos controles, se da respuesta tardía a una reiterada solicitud del sistema financiero y se imponen restricciones al endeudamiento externo limitándolo a operaciones con un plazo superior a cinco años; estas restricciones sí han operado, y ayudadas por el «efecto tequila» han producido una significativa reducción de los flujos de capitales privados hacia Colombia.

A pesar de las restricciones, la cartera del sistema financiero ha continuado creciendo a tasas cercanas al 50%, es decir, tan sólo una ligera disminución en su velocidad de crecimiento con respecto a la registrada en la fase expansiva, pero eso sí, con una diferencia significativa en la tasa de interés. La restricción de los medios de pago indujo una sustitución en los pasivos del sistema financiero de manera que se aceleró el crecimiento de los cuasidineros y recursos con costo, con lo cual se pudo atender la continua demanda de crédito, sólo que a un nivel de tasas de interés mucho más alto que en la fase anterior.

¿Qué conclusiones se pueden extraer de la rápida revisión de estas tres fases de la política monetaria? ¿Cómo explicar que a pesar de la diversidad de hechos, en todas ellas se mantenga como constante un rápido crecimiento de la cartera de créditos del sistema financiero?

La primera conclusión es otra verdad de Perogrullo que aprendimos en los cursos elementales de teoría monetaria de la mano del profesor Tobin³: Que los bancos comerciales (en general, las instituciones financieras) son creadores de dinero. Bien sea en operaciones directas en las que se contabiliza simultáneamente el activo y el pasivo de la entidad financiera, o bien en el procedimiento más general de la recirculación de los recursos de crédito que al ser recibidos por un agente económico son inmediatamente depositados en otra entidad financiera, la verdad es que al desembolsar un crédito los bancos y los intermediarios

³ Véase el artículo clásico de J. TOBIN: «Commercial banks as creators of money»

financieros están creando su propia fuente de recursos para atender la demanda de la economía. Por supuesto, el proceso no es infinito puesto que existen las «filtraciones» originadas en los requisitos de encaje y en las necesidades de efectivo de los clientes –filtraciones que explican por qué el multiplicador monetario no es infinito–, pero sí se trata de un proceso que disminuye sustancialmente la eficacia de una política monetaria restrictiva para frenar el crecimiento del crédito cuando existe una gran demanda por este recurso.

La única excepción, el único instrumento de política monetaria que sí tiene una efectividad total para frenar la oferta de crédito, es el encaje marginal a todos los depósitos del sistema financiero, tal como fue utilizado en 1991. Pero que éste sea un instrumento efectivo, no quiere decir que sea recomendable volverlo a utilizar por las grandes distorsiones que introduce en el mercado financiero.

La segunda conclusión de la experiencia colombiana reciente, es la comprobación de un antiguo comportamiento histórico que ha sido perfectamente documentado desde el siglo XVIII⁴: En situaciones de transformación estructural de una economía, la oferta de crédito no proviene necesariamente de la expansión primaria de la base monetaria, sino de las innovaciones financieras. Los ciclos expansivos de la economía ordinariamente están asociados con transformaciones del mercado financiero, tales como la aparición de nuevas entidades de crédito o el desarrollo de nuevos instrumentos de captación y colocación, de manera que el sistema financiero siempre encuentra la forma de atender las crecientes demandas de crédito que se dan en situaciones de expansión de la economía mediante el desarrollo de nuevas fuentes de recursos o la aceleración de la velocidad de circulación de los existentes.

Este comportamiento que, como decíamos, se ha dado en diferentes circunstancias y países desde el siglo XVIII, se repitió claramente en Colombia en la presente década a partir del «revolcón» experimentado

⁴ Cfr. KINDLERBRGER, Ch.: *Manias, Panics and Crashes*, Macmillan, 1978.

por la economía y en particular por el sector financiero. En verdad, durante los últimos cinco años el sector financiero colombiano ha vivido una especie de revolcón permanente, como tuvimos oportunidad de analizarlo en esa misma Convención Bancaria el año pasado⁵, con continuos cambios en un marco institucional y legal, la creación y el fortalecimiento de un número significativo de nuevos intermediarios financieros y la aparición de nuevas modalidades de captación y colocación de recursos. Como consecuencia, los instrumentos tradicionales de la política monetaria, tales como el encaje o las operaciones de mercado abierto han llegado a ser menos eficaces que en el pasado.

La tercera conclusión relevante es que el sistema financiero colombiano ha sabido responder de manera eficiente y rápida a los retos derivados del nuevo marco de la política económica y al diagnóstico de las autoridades monetarias. En efecto, a finales de la década de los 80 se volvió lugar común la afirmación de que el sistema financiero colombiano era ineficiente y poco competitivo; este diagnóstico animó todas las reformas implementadas por la anterior administración que estaban orientadas precisamente a elevar el nivel de competencia del sistema financiero y a buscar aumentos de eficiencia en la operación de los intermediarios.

El desarrollo reciente del sistema financiero colombiano, por lo tanto, puede verse como una respuesta directa a los retos surgidos de este diagnóstico, y a nadie puede extrañar, entonces, el rápido desarrollo de innovaciones financieras y el surgimiento de nuevos intermediarios, que han permitido que el sector productivo colombiano encuentre respuesta a su amplia demanda de crédito en los intermediarios financieros. En otras palabras, así como nadie puede sorprenderse del acelerado crecimiento de la demanda de crédito en la economía colombiana, tampoco puede ser sorpresa para nadie, que, a pesar de la política monetaria restrictiva, haya habido una amplia oferta de recursos de crédito, y que el crecimiento de la cartera de los intermediarios financieros continúe acelerado, a pesar de los bajos índices de crecimiento de la oferta

⁵ En el discurso de instalación de la XXIX Convención Bancaria, en *Banca 94*.

monetaria. La respuesta ha sido posible por las profundas transformaciones del sistema financiero colombiano, entre las cuales se destaca el cambio en la composición de sus fuentes de fondos, que ha conllevado necesariamente una elevación importante de las tasas de interés.

Algunas cifras significativas nos ilustran sobre la magnitud de los cambios experimentados en el mercado financiero colombiano. En sólo dos años, entre diciembre de 1992 y marzo de 1995, las cuentas corrientes pasaron de representar el 48% de los depósitos bancarios, a sólo el 36%. Respecto del conjunto de cuasidineros y la oferta monetaria ampliada, las cuentas corrientes pasaron del 23% al 16% entre las dos fechas mencionadas. La primera cifra ilustra claramente cómo se ha encarecido la mezcla de fondos de los bancos comerciales por el creciente predominio de instrumentos de captación con costo, tales como los depósitos de ahorro y los CDT; en cuanto a la relación con la oferta monetaria ampliada, la tendencia es una clara manifestación de la aparición y fortalecimiento de nuevos intermediarios financieros que van reduciendo la participación de mercado de los bancos comerciales.

Otro indicador interesante es la relación de las cuentas corrientes con el total de la cartera en moneda legal del sistema financiero. Mientras que en diciembre de 1992, las cuentas corrientes equivalían al 30% de la cartera, en marzo de 1995 tan sólo representan el 20%. Si recordamos que la totalidad de las cuentas corrientes no es prestable por los elevados requisitos de encaje, y tratamos de calcular el monto de fondos disponibles de las cuentas corrientes (después del encaje) en relación con la cartera total del sistema, nos encontramos con un fenómeno bien importante. En efecto, si suponemos que la disponibilidad promedio de las cuentas corrientes es del 50%, observamos que hace dos años los recursos provenientes de cuentas corrientes financiaban sólo el 15% de la cartera del sistema financiero y hoy aportan todavía menos, sólo el 10% de la cartera en moneda legal.

Son varias las consecuencias de esta tendencia: Ante todo que el gran esfuerzo realizado por la autoridad monetaria para controlar los medios de pago (efectivo más cuenta corriente) sí ha dado excelentes resultados al disminuir el crecimiento de esta variable a sólo el 20%,

pero se trata de un esfuerzo totalmente inútil, de una victoria pírrica, que tiene muy poca incidencia sobre el control de la liquidez total de la economía, tan sólo el 10%. El otro corolario es que en la actualidad es perfectamente posible disminuir los absurdos niveles de encaje de las cuentas corrientes, puesto que la distorsión administrativa y operativa que este encaje crea no guarda relación con su efecto sobre la actividad financiera; si se eliminara totalmente el encaje sobre las cuentas corrientes, la cartera del sistema financiero crecería tan sólo 10% adicional.

B. ILUSIONES Y RIESGOS DE LAS TASAS DE INTERES COMO INSTRUMENTO DE POLITICA

La conclusión principal de la sección anterior es muy clara: La capacidad del Banco de la República para controlar la oferta de crédito mediante la restricción a la oferta monetaria es muy baja, puesto que mientras exista la demanda de crédito el mercado encontrará los caminos para atenderla a través de innovaciones financieras y cambios estructurales dentro del sistema. La conclusión no es nueva y no puede ser sorprendente para nadie, ni siquiera para las directivas del Banco de la República, puesto que ya ha sido ampliamente estudiada y documentada como un fenómeno que se repite en muchos países; por ejemplo, un estudio del Fondo Monetario Internacional concluye que «la cantidad de crédito responde cada vez menos a la contracción del dinero base por los bancos centrales».

Sin embargo, en el caso colombiano da la impresión de que si bien la autoridad monetaria pudiera llegar a resignarse frente a la pérdida de efectividad de uno de los instrumentos tradicionales de la política monetaria, se mantiene la ilusión de que el otro instrumento tradicional, la tasa de interés, sí continúa siendo útil para controlar la cantidad de crédito en la economía, en la medida en que desestimula la demanda y a la vez dificulta la captación de recursos para fondear las operaciones de crédito. Dentro de la lógica de las leyes económicas, el factor precio sí es útil para disminuir la demanda, y además en la medida en que el control de la oferta monetaria contribuye a elevar la tasa de interés, se restablece la efectividad del primero de los instrumentos tradicionales de la política.

Esta parece ser la lógica subyacente de la orientación de la política monetaria en los dos últimos semestres.

La realidad, empero, es tozuda y no parece estar dispuesta a dejarse encasillar dentro de los marcos de los modelos macroeconómicos. En Colombia querer utilizar el expediente de la elevación de las tasas de interés para controlar la demanda de crédito, no sólo es un ilusión que difícilmente se hace realidad, sino que en el caso de llegar a ser cierta, entraña serios peligros y riesgos macroeconómicos, como se verá a continuación.

1. La lentitud de la demanda de crédito frente a la elevación de las tasas de interés

La poca utilidad de la tasa de interés como instrumento para controlar la demanda de crédito en Colombia se deriva de una característica que en términos técnicos se puede expresar diciendo que la demanda de crédito tiene una elasticidad muy baja a la tasa de interés. En otras palabras, la respuesta que tiene la demanda de crédito a elevaciones de las tasas de interés es muy pequeña, pero debe tenerse cuidado en reconocer que sí existe alguna respuesta, especialmente cuando las tasas de interés sobrepasan ciertos niveles críticos. Esta realidad ha sido verificada, entre otros, por el mencionado estudio de Fedesarrollo⁶, donde se concluye que «las demandas de crédito son independientes del nivel de las tasas de interés activas».

La forma como está planteada la conclusión de Fedesarrollo permite entender la razón de ser de este fenómeno en el caso colombiano: El estudio habla de «las demandas de crédito», lo cual nos lleva inmediatamente a reconocer que la función de demanda de crédito no es una función unívoca, sino que es el resultado de agregar varias demandas de crédito, la mayoría de las cuales tienen una respuesta muy poco sensible a variaciones en el nivel de la tasa de interés.

⁶ Léase *ídem*, pag. 369.

1.1. *El crédito de consumo*: Uno de los axiomas más reconocidos en el mercado financiero es que el crédito de consumo no responde a la tasa de interés. Evidentemente, como en todo bien económico puede plantearse una curva con pendiente negativa, pero la variable independiente no es la tasa de interés sino el costo, y este costo, a su vez, depende en parte de la tasa de interés, pero también del plazo. Para el consumidor típico la decisión frente al crédito depende fundamentalmente de la cuota mensual en comparación con su propio flujo de caja, de manera que una elevación de la tasa de interés puede ser compensada muy fácilmente con un incremento proporcional del plazo del crédito. En estas circunstancias, es claro que nos encontramos frente a una demanda inelástica.

1.2. *El crédito para la adquisición de activos*: También aquí la decisión de los agentes económicos no depende tanto del nivel absoluto de la tasa de interés, como de su nivel relativo frente a los rendimientos esperados de los activos que se van a adquirir con financiación. Bien sea que se trate de activos productivos como maquinaria o equipos, o de activos fijos que se adquieren por motivo de especulación (como es el caso típico de la finca raíz rural o urbana), el criterio de decisión frente a un crédito, es si el rendimiento de estos activos es superior o no a la tasa de interés del crédito. En situaciones de inflación de activos, como la que vive la economía colombiana hace más de 25 años, y frente a la expectativa confirmada de alto rendimiento de los activos adquiridos, se puede comprobar también que este componente de la demanda de crédito es inelástico a las tasas de interés.

1.3. *El crédito para capital de trabajo*: La demanda de recursos de crédito que hacen las empresas para financiar sus necesidades de capital de trabajo sí es sensible a las variaciones en las tasas de interés, pero la relación no es inversa sino directa, es decir, que en este caso la función de demanda de crédito tiene una pendiente positiva. La explicación es simple y ha sido presentada recientemente por el presidente de la ANIF: En la medida en que aumenta la tasa de interés, suben las necesidades de capital de trabajo de las empresas, puesto que una parte importante de este capital se dedica para cubrir los costos financieros, de manera que la reacción lógica de las empresas va a ser solicitar más crédito a las

entidades bancarias. Se trata, por lo tanto, de una curva de demanda elástica, pero de elasticidad positiva que bien puede compensar e incluso anular la elasticidad negativa que tengan otros componentes de la demanda de crédito.

1.4. *El crédito para entidades públicas:* La demanda de crédito que realizan las entidades públicas, en particular departamentos y municipios y sus entidades descentralizadas, depende muy poco del costo del dinero, puesto que la prioridad central de los funcionarios electos es obtener los recursos para financiar las obras prometidas durante su campaña electoral y garantizar así la continuidad en el poder. Por esta razón es válido afirmar que la demanda de crédito de las entidades públicas es función del período electoral, puesto que el beneficio de la utilización de los recursos se obtiene inmediatamente, mientras que el costo del servicio de la deuda puede diferirse a quienes resulten elegidos para periodos posteriores. No dispongo en el momento de las cifras exactas para cuantificar qué porcentaje del total de la demanda de crédito representan los cuatro componentes que se han mencionado, pero las cifras que conozco de entidades particulares permiten afirmar, sin temor de exageración, que estos cuatro componentes representan cerca del 80% del total de la demanda de recursos de crédito en la economía, por lo cual es válido que la demanda de crédito en Colombia es inelástica a la tasa de interés, que es la misma conclusión a la que había llegado el estudio econométrico de Fedesarrollo. El corolario inmediato de esta conclusión es que es inútil la pretensión de controlar la cantidad de crédito en la economía mediante la elevación de las tasas de interés.

2- Los riesgos macroeconómicos de las altas tasas de interés

Conviene precisar exactamente el alcance de las anteriores afirmaciones para no sacar conclusiones erradas en el sutil arte de la política económica. Afirmar que la elasticidad de la demanda de crédito frente a las tasas de interés es baja, es muy diferente a decir que esta elasticidad es igual a cero, puesto que sí existen unos componentes de la demanda que son sensibles a variaciones en el nivel del costo del dinero; además debe señalarse también que no se trata de funciones de demanda de elasticidad constante, sino que es perfectamente posible

que en niveles muy elevados de la tasa de interés, la respuesta de la demanda de crédito sea más significativa. Pero estas consideraciones me llevan directamente al tema de los riesgos macroeconómicos de las altas tasas de interés: Los componentes de la demanda de crédito sensibles al nivel de las tasas son aquellos, como la inversión productiva, que resultan más críticos para el crecimiento económico; de otra parte, el expediente de elevar las tasas hasta aquellos niveles en que los otros componentes de la demanda sí resulten elásticos, conlleva a una serie de graves consecuencias macroeconómicas.

Al revisar la actual coyuntura económica colombiana, se observa con sorpresa cómo la misma Junta Directiva del Banco de la República, que corrigió el más grande y costoso error de política monetaria de las últimas décadas, como fue la elevación de las tasas de interés en 1991 para disminuir la liquidez de la economía, esté repitiendo el mismo error ahora, y produciendo, por lo tanto, los mismos efectos negativos que trataron de corregir hace tan sólo tres años.

Entre las consecuencias negativas de una exagerada elevación de las tasas de interés se pueden mencionar las siguientes:

2.1. La revaluación de la tasa de cambio: Está comprobada empíricamente la relación inversa que existe en el mercado entre los movimientos de la tasa de interés y de la tasa de cambio. Con las transformaciones estructurales del régimen del control de cambios en Colombia, y la más activa participación de los intermediarios financieros en el mercado de compra y venta de divisas, se puede comprobar diariamente cómo una leve subida de la tasa de interés interbancaria o de plazo, produce inmediatamente una caída de la tasa de cambio. Cuando la tendencia es sostenida, se producen los ya conocidos efectos negativos sobre los exportadores y los productores de bienes transables que deben enfrentar una más dura competencia de los productos importados.

2.2. Estímulos a los flujos de capitales de corto plazo: La elevación de las tasas de interés y la restricción monetaria que usualmente le antecede produce, en un contexto de apertura cambiaria, un incentivo para traer capitales del extranjero, y sustituir la costosa financiación con

recursos internos, con fuentes más baratas obtenidas de fondos propios en el exterior o de los mercados de capitales internacionales. Este fenómeno tuvo grandes proporciones en los años 1990 y 1991, pero en las actuales circunstancias ha sido menos notorio tanto por las restricciones impuestas a los flujos de capital de corto plazo, como por las repercusiones de la crisis mejicana en los mercados internacionales. No obstante, existen indicios y sospechas de que la subida de las tasas de interés ha generado ingresos en la cuenta corriente de la balanza de pagos que no responden a exportaciones reales de bienes, sino que son flujos de capitales disfrazados.

2.3. Freno del crecimiento económico: El componente de la demanda de crédito que sí es sensible al nivel de las tasas de interés, es el crédito para inversión productiva, y no hay duda de que en las actuales circunstancias la demanda de recursos para estos propósitos se ha disminuido, lo cual traerá repercusiones de mediano plazo muy negativas en términos de empleo y crecimiento económico.

2.4. Deterioro de la calidad de la cartera bancaria: Otra afirmación evidente que debe ser repetida con insistencia es que al sector financiero no le conviene un nivel elevado de tasas de interés, por la sencilla razón de que con altas tasas el margen de intermediación no se mejora, y por el contrario sí se corre el peligro de un deterioro de la calidad de la cartera, lo cual implica un impacto negativo sobre el estado de pérdidas y ganancias por las provisiones que deben realizarse. A este respecto existen síntomas preocupantes por los problemas de liquidez a que se enfrentan muchas empresas y el incremento del número de empresas en concordato en el último año; no estamos frente a una situación de crisis financiera como la que se vivió a principios de los años 80, puesto que en la actualidad los intermediarios financieros cuentan con una situación patrimonial muy sólida, y la calidad de la supervisión de la actividad financiera ha mejorado considerablemente, pero sí es urgente actuar para disminuir el altísimo nivel de las tasas de interés a fin de evitar un mayor deterioro de la situación económica y de la calidad de la cartera, que sí puede conducir también a serias dificultades a algunas entidades financieras.

C. ALTERNATIVAS DE POLITICA

Si el control monetario no sirve para disminuir la oferta de crédito, y la elevación de las tasas de interés es poco útil para frenar la demanda, entonces, ¿deben resignarse las autoridades monetarias a contemplar como espectadores pasivos el desenvolvimiento de los mercados financieros? ¿Qué otros instrumentos de política deben ser tenidos en cuenta en las actuales circunstancias?

Ante todo no puede desconocerse que existen en la actualidad profundos desequilibrios macroeconómicos que deben ser corregidos para garantizar el crecimiento sostenido de los próximos años: El exceso de gasto (consumo), el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, y el elevado nivel de las tasas de interés. ¿Es posible bajar el nivel de las tasas de interés, al mismo tiempo que disminuir el gasto agregado en la economía y elevar el nivel de ahorro? La respuesta es afirmativa: Sí existen alternativas de política que permitan lograr estos objetivos aparentemente contradictorios.

1. El control a la demanda de crédito

Resulta lógico pensar que si existe un exceso de demanda de crédito en la economía, hay que tratar de controlarlo; y si además se concluye, como lo hemos hecho en nuestro análisis, que este exceso de demanda está presionando al alza en las tasas de interés, es obvio también que la solución no puede consistir en una mayor elevación de las tasas de interés, sino en controles directos a la demanda de crédito que, en la medida en que sean efectivos, desestimularán la competencia por recursos que existen entre las entidades financieras, contribuyendo así a la disminución de las tasas de interés tanto activas como pasivas.

Este tipo de controles administrativos puede sonar como anatema para algunas metas neoliberales, pero que siguen siendo importantes en economías como la colombiana, especialmente porque es posible ser selectivo en el tipo de crédito que se quiere controlar. Un ejemplo claro es el control al crédito de consumo, una de las medidas que debe ser adoptada con mayor rapidez por las autoridades monetarias.

La justificación teórica al control del crédito de consumo es incuestionable: El consumo privado en Colombia en los últimos años se ha disparado y, simultáneamente, se ha registrado una acelerada caída de la tasa de ahorro en la economía que de representar un promedio de 15% del PIB en la década de los 80, ha bajado a ser tan sólo el 7% del PIB en 1994. Además, el aumento acelerado del consumo ha estado orientado en buena parte a la compra de bienes importados, lo cual es una de las explicaciones del incremento en el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. En estas circunstancias el control al crédito de consumo produce importantes y positivos efectos macroeconómicos: Contribuye a disminuir el consumo y el gasto agregado de la economía, con lo cual se aumenta el ahorro, se disminuye el déficit de la balanza de pagos y se liberan fondos prestables para otras actividades de la economía como el capital de trabajo y la inversión en infraestructura, con lo cual se logrará una reducción de la tasa de interés.

La forma de controlar el crédito de consumo es simple: Si esta demanda por parte de las personas naturales depende de las cuotas mensuales que deban ser pagadas, y éstas se fijan en función de la tasa de interés y del plazo del crédito, la forma más directa y efectiva para disminuir la demanda es controlando los plazos a los que se permita hacer los créditos. Otra ventaja adicional de esta medida es que es relativamente simple de controlar por parte de la Superintendencia Bancaria.

2. Control al endeudamiento de entidades públicas territoriales

Uno de los rubros de mayor crecimiento en la cartera del sistema financiero y bancario en el último año, han sido los créditos a departamentos, municipios y sus empresas descentralizadas; como contrapartida, el gasto de estas entidades ha sido uno de los mayores causantes del incremento del déficit fiscal, de manera que un control a este tipo de endeudamiento también produce resultados macroeconómicos muy positivos en distintas áreas.

En el pasado se ha tratado de controlar el endeudamiento de entidades territoriales mediante un procedimiento inútil y además

antitécnico, cual fue la exigencia de computar estos créditos con una ponderación del 130% para efectos del cálculo de la relación capital a activos de riesgo en los intermediarios financieros. También se ha intentado desde el punto de vista de la normatividad legal, restringir el endeudamiento de departamentos y municipios con base en la limitación legal de exigir que no más que el 30% de los ingresos corrientes se destinen al servicio de la deuda.

La realidad es que en las entidades financieras se han desarrollado instrumentos y modelos muy complejos para el análisis de balances de empresas privadas y la determinación de la capacidad de endeudamiento razonable para los distintos tipos de empresa, pero todavía no se han desarrollado modelos similares para el análisis de la capacidad de endeudamiento del sector público. Una fórmula sencilla y muy efectiva de restringir este endeudamiento es determinar, a partir de análisis técnicos, cuál es el nivel de endeudamiento «razonable» por parte de una entidad territorial, medido, por ejemplo, por el porcentaje de ingresos corrientes que se destinan al pago de intereses o por la relación entre el monto total de la deuda y los ingresos corrientes de la entidad. Una vez determinado este nivel, la Superintendencia Bancaria puede exigir a los bancos y demás entidades financieras que califiquen como cartera de calidad C o D los préstamos que hagan a entidades públicas que superen estos niveles de endeudamiento razonables, y por lo tanto se deban realizar las provisiones correspondientes. Con esta fórmula sencilla se frenará el endeudamiento de las entidades públicas y, sobre todo, se garantizará la calidad de la cartera del sistema financiero, puesto que desde 1982 aprendimos que los gobiernos sí se pueden quebrar, o mejor dicho, que aunque no se quiebren no pagan sus deudas, lo cual en la práctica es lo mismo.

3. Reducción del nivel y la dispersión de los encajes

Finalmente, el otro elemento importante para reducir la tasa de interés en Colombia es la modificación del régimen de encajes que hoy soportan las entidades financieras. Sobre el nivel absoluto de los encajes ya se ha argumentado en muchos foros y no es necesario reiterar aquí la necesidad

de disminuir estos niveles para eliminar la carga cuasifiscal que ellos representan y permitir un rápido descenso de las tasas de interés.

Pero además del problema del nivel, tenemos en Colombia otro problema muy serio, el del alto grado de dispersión del régimen actual de los encajes: Las cuentas corrientes deben encajar 41% si son privadas o 70% si son oficiales; los recaudos de impuestos encajan al 41%, los depósitos de ahorro el 10% y los CDT entre el 1 y el 5%; por su parte, los Fondos Comunes Ordinarios de las sociedades fiduciarias encajan en cero y las operaciones Repo que realizan todas las entidades financieras con empresas del sector real también encajan cero.

Con excepción de los CDT, todos los activos financieros que hemos mencionado, tienen una característica común: Son activos con liquidez a la vista, y, sin embargo, tienen encajes que van desde cero hasta el 70%, lo cual es absurdo, inmanejable y produce una alta volatilidad en las tasas de interés.

Con tal dispersión de los encajes se produce una presión asimétrica a la elevación de las tasas de interés, puesto que en situaciones de iliquidez un cliente que tiene un depósito de ahorro al nivel de la corrección monetaria (26%), si se le ofrece una operación Repo en momentos en que la tasa interbancaria esté en niveles superiores al 30%, va a decidir hacerla, creando una situación de desencaje en la entidad donde tenía sus depósitos; esta entidad buscará hacer operaciones Repo para encajarse y generará un círculo vicioso de presión alcista en las tasas interbancarias y posteriormente en las de plazo. Lo asimétrico de la situación es que con el piso actual que le ponen a la tasa de captación, la corrección monetaria, si la tasa interbancaria desciende por debajo del nivel de ésta, simplemente desaparecen las operaciones Repo con empresas del sector real.

Para evitar esta sustitución de depósitos y la volatilidad implícita de tasas de interés, la solución es muy sencilla y consiste en aplicar un simple criterio financiero: Depósitos con iguales características de liquidez deben tener los mismos encajes, puesto que éstos deben ser impuestos únicamente en función del riesgo de liquidez que representen para las

entidades financieras. Un beneficio colateral de aplicar este principio es que se eliminará una de las ineficiencias estructurales mas complejas del sistema financiero colombiano, que consiste en reconocer a los depósitos con liquidez a la vista una tasa de interés sustancialmente superior a la inflación, es decir a la pérdida del poder adquisitivo de la moneda; esto es una situación muy peculiar de la economía colombiana, puesto que en los mercados financieros desarrollados, los depósitos con liquidez a la vista, en el mejor de los casos, obtienen rendimientos similares a la tasa de inflación, pero en la mayoría de las ocasiones inferiores.

Luis Bernardo Flórez Enciso
Consejero para Asuntos
Económicos y de la Competitividad,
Presidencia de la República de Colombia

Agradezco la invitación de César González a participar en esta mesa redonda sobre la coyuntura por la que atraviesa la economía del país. Esta es una tarea agradable porque, como ya se ha señalado en el debate público, la economía va bien y las metas macroeconómicas y sectoriales en 1995 serán alcanzadas con facilidad. Como dijo el ministro Perry en otra ocasión, discutir si el crecimiento este año va a ser de 5,2% o de 6% es una delicia, pocos países latinoamericanos aspiran a tasas superiores al 4% este año.

Al instalar esta Convención, el señor Presidente hizo un repaso detallado de los resultados favorables de las políticas económicas adoptadas y de sus perspectivas futuras: En materia de crecimiento, empleo, sector externo y desarrollo de los principales aspectos de la política macroeconómica puesta en marcha.

Son muchas las razones que hay para alegrarse. En la reciente asamblea anual del BID en Jerusalén quedó claro que Colombia tiene un desempeño y unas perspectivas económicas excelentes, a pesar de los cambios que experimenta el mercado internacional de financiamiento. La reducida participación de los capitales de corto plazo en la cuenta de capitales, la creciente importancia de inversión extranjera directa en las fuentes externas y el reducido riesgo macroeconómico del país diferencian la situación de Colombia en el escenario latinoamericano. Las autoridades económicas tomaron a tiempo, desde agosto, los correctivos necesarios

para desestimular el endeudamiento privado de corto plazo mientras mantuvieron abiertos los canales de largo plazo, para permitir que se obtuviera un adecuado financiamiento de participación en los proyectos del Programa Nacional de Infraestructura, que ha propuesto el gobierno.

La estrategia exportadora, que se ha basado en la recuperación de la tasa de cambio y en un entorno macroeconómico estable, ha evolucionado favorablemente. En el primer trimestre hemos tenido una devaluación nominal que ha sido el doble de la que tuvimos durante todo el año pasado, y nos permite afirmar que los antiguos tiempos de la revaluación han sido superados.

Esta nueva fortaleza del sector externo está acompañada de importantes iniciativas para elevar el ahorro externo y el ahorro interno y evitar así presiones inflacionarias. Por esta razón el gobierno puede asegurar que tendrá éxito en las metas que se ha propuesto en el Plan de Desarrollo, para garantizar una tasa de cambio real estable.

Los principales observadores internacionales, e inclusive los más ácidos críticos colombianos, así lo reconocen. Los informes de los banqueros de inversión en el exterior señalan que Colombia contará sin problema con los recursos de financiamiento externo que ha considerado necesarios en los próximos años.

El riesgo del país ha sido calificado como el segundo mejor después del de Chile entre los países latinoamericanos, aun después de todo el debilitamiento que se dio, como consecuencia del «efecto tequila». Estudios hechos por los bancos internacionales o las agencias internacionales, destacan el cambio que la administración del presidente Samper ha dado a la orientación y prioridades del gasto hacia los objetivos sociales y de la infraestructura.

Ciertamente exteriorizan su preocupación por el mantenimiento de los equilibrios macroeconómicos básicos, pero reconocen la pertinencia de las medidas que han controlado el crecimiento de la deuda privada externa y aseguran que la continua afluencia de capitales, especialmente de inversión extranjera directa, garantizarán la financiación del déficit de

nuestra cuenta corriente en este año. Otros estudios aparecidos en el primer trimestre de este año, califican como de excelentes las oportunidades de inversión y de perfectamente alcanzables los objetivos de crecimiento del producto, del empleo, de las metas de precios y de las metas de devaluación.

Las proyecciones externas, dicen, se cumplirán a pesar de la restricción de financiamiento que resultó de la crisis de México. Aunque manifiestan sus preocupaciones —que nosotros compartimos— sobre la inflexibilidad fiscal del proceso de descentralización y sobre los efectos indeseables de unas tasas de interés real excesivamente altas.

Afuera, entonces, nos ven mejor de como nosotros mismos nos juzgamos. Frente a lo que los analistas opinaban hace menos de seis meses, lo que más se destaca en la actual coyuntura es un formidable cambio positivo en las expectativas de inflación.

Antes de la posesión de este nuevo gobierno, en la situación económica de estos analistas se proyectaba una aceleración del crecimiento pero también de la inflación. Se suponía que la administración Samper adoptaría una política expansiva del gasto y optaría por la vía de controles administrativos de precios, para contrarrestar las presiones inflacionarias y la mayor revaluación que ocasionaría un más alto gasto social.

Estas voces de sirena se repetían también insistentemente a nivel interno. Se percibía que para el gobierno, el objetivo de la estabilización de precios era secundario y que el propósito de evitar una mayor revaluación llevaría a una cascada de medidas administrativas que revertiría la apertura de la economía. Nada de esto es, ni será cierto. Actualmente, la discusión se ha centrado en cuántos puntos va a bajar la inflación, y en qué medida la devaluación va a exceder las metas oficiales, uno, dos, tres puntos reales, sin que se hayan adoptado nuevos controles de precios, ni se haya cerrado la economía. Medidas oportunas con respecto a la afluencia de capitales externos de corto plazo, el Pacto Social, y el curso de los acontecimientos externos, han permitido un cambio fundamental en el escenario de la situación y de las previsiones económicas.

La política de estabilización hecha por el gobierno rechazó desde un principio lo que se le presentaba como un paradigma. Ya nadie cree en el uso del ancla cambiaria como instrumento central de la lucha contra la inflación, después de los fracasos de la política *ex post*: La crisis mexicana arrojó esta gran lección. El atraso cambiario redujo las presiones inflacionarias, a costa de la vulnerabilidad de la economía a los choques externos. De un momento a otro se derrumbó la solidez externa y se desencadenó la nueva espiral de la inflación.

En Colombia, los instrumentos de la política cambiaria reposan en la autoridad monetaria. Para apoyar el objetivo cambiario, el gobierno se ha comprometido con un resultado fiscal compatible con esa meta. Quienes siguen insistiendo en el desborde del gasto público han querido dejar de ver las cifras. En el primer trimestre de este año se alcanzaron, e incluso se superaron en cuatrocientos setenta mil millones de pesos, los resultados fiscales del gobierno, frente a las metas que habían sido programadas con el Banco de la República. Se preveía un déficit del gobierno central de 1,4% del PIB y el déficit real obtenido fue apenas del 0,8% del PIB. Más aún, para contribuir a la reducción de la inflación se promovió un Pacto Social que está funcionando, que es efectivo. Con él se busca quebrar la inercia inflacionaria y lograr compromisos verificables y precisos del gobierno en cuanto a los precios y salarios públicos, y a los criterios para fijar las tarifas que cobra por sus otros servicios.

Ha logrado, asimismo, una anuencia de los trabajadores para incorporar criterios de productividad e inflación esperada en la definición del salario mínimo; y el sector empresarial se compromete a no utilizar la inflación pasada para realizar los ajustes básicos de sus precios.

El pacto debe ser evaluado en estos términos y no por los resultados de la política de estabilización cuyos instrumentos están en manos de la autoridad monetaria.

Al impulsar el Pacto, el gobierno anunció el carácter complementario de este esfuerzo que venía a sumarse al de la restricción fiscal y monetaria. Los firmantes del Pacto compartieron el diagnóstico del limitado alcance que habían tenido las políticas tradicionales de estabilización y la apreciación del objetivo perseguido.

Aunque el gobierno comparte el criterio de la austeridad monetaria, está atento a la evolución de los agregados monetarios y ha manifestado su preocupación por el nivel excesivamente alto de las tasas de interés, como lo mencionó el señor Presidente de la República. Esta preocupación también ha sido mencionada en el seno de la Comisión de Seguimiento del Pacto Social por los otros signatarios del Acuerdo. Mientras no ceda la demanda de crédito privada, es muy improbable que la Junta Directiva del Banco de la República modifique su política. A lo máximo que se puede aspirar es a que se adopten medidas de racionalización de los factores estructurales que pueden afectar los costos financieros.

El sector financiero puede y debe contribuir con el cumplimiento del compromiso que adquirió en el Pacto Social, orientado a la reducción de los costos operativos y a la evaluación de la eficiencia y la calidad de los servicios. Se puede demostrar, como seguramente lo hará el señor ministro de Hacienda en esta Convención, y como ya lo han reconocido comentaristas del sector financiero, que las necesidades de financiamiento del sector público se pueden satisfacer con los excedentes de las entidades descentralizadas, sin presionar las tasas de interés en el mercado de crédito.

También será necesario evaluar las razones y condiciones en que ha crecido la deuda de los municipios y la forma como su moderación puede contribuir a la meta de crecimiento del crédito de este año. Nos preocupa que la deuda de los municipios, concentrada en quince de ellos, haya crecido en 190% en el término de un año. El aterrizaje suave de la economía va a exigir, sin duda, una contribución de todos nosotros.

LA INFLACION Y LOS RESULTADOS DEL PACTO SOCIAL

El resultado de la inflación en marzo era de esperar. La estacionalidad de los incrementos de precios, que solía concentrarse en enero, se distribuyó a lo largo de los tres primeros meses, lo que se tradujo en un aumento mensual atípico en ese mes. Si bien es cierto que los bienes y

servicios a cargo del Estado crecen un punto porcentual más en marzo de 1995 comparado con marzo de 1994, en lo corrido del año.

Sin embargo, la reducción es de 1,21 con respecto a igual período el año pasado, y en el período de doce meses, el crecimiento de estos precios pasó de 28,72% en marzo de 1994 a sólo 24,19% en marzo de este año.

El crecimiento acumulado de los precios enero-marzo de este año fue de 8,2%, el más bajo en los últimos años, y se puede atribuir totalmente al Pacto Social. La restricción monetaria opera con un rezago de hasta seis meses, y como sabemos, en este año, la devaluación no ha sido un factor de estabilización. En lo corrido del año, hasta marzo, la tasa de crecimiento de todos los grupos de precios se han reducido. Tomando el año completo hasta marzo la disminución más notable se ha registrado en el grupo de servicios (4,4 puntos) y particularmente en los sujetos a control.

El gobierno ha cumplido con sus compromisos. Los precios de la vivienda, la educación, la salud y el transporte muestran una evolución que debe ser seguida con cuidado. Con esto no quiero decir que el gobierno piense en crear nuevos controles de precios. La labor de seguimiento de los resultados de la inflación, que realiza la comisión del Pacto, verifica el cumplimiento de los compromisos adquiridos por las tres partes y recomienda correctivos cuando se detecta un comportamiento anómalo, a la luz de esos compromisos. Nadie tiene por qué temer el surgimiento de acciones no contempladas en el Pacto.

Lo que sí es claro es que se adoptarán todos los mecanismos al alcance para hacer cumplir las normas y compromisos vigentes y esto rige por supuesto para todas las dependencias del Estado. Pero más que el ejercicio de la coerción administrativa, lo que se ha venido gestando es una movilización social que hace preguntas sobre el porqué de los incrementos de precios por encima de lo pactado, en los casos explícitamente consignados, como en el renglón de la educación, y que exige moderación en la fijación de todos los demás precios.

El documento de la Comisión que recogió el consenso acerca de este punto no mereció la atención de los medios de comunicación porque a pesar de todo en este país la noticia sigue siendo el conflicto y no la concertación.

Estamos aprendiendo a quebrar la inercia inflacionaria en una forma concertada en medio del debate más amplio. Hemos venido aprendiendo de los errores, hemos ganado con la experiencia y tomamos nota para el segundo año de la vigencia del Pacto. Hemos avanzado en la constitución del Comité Tripartito de Productividad, ordenado por el Pacto y recogido en el seno del Consejo Nacional de Competitividad. Este es un punto crucial de la propuesta. La introducción del criterio de la productividad en la fijación de las remuneraciones de todos los factores, la mejora de la gestión de las empresas públicas y los avances en la competitividad de la economía son los prerrequisitos para superar el ejercicio estéril de la pugna por el ingreso real que cada año reproduce la inflación del pasado y frustra las justas aspiraciones de los colombianos.

Queremos invitarlos a todos a sumarse a esta iniciativa en forma crítica pero constructiva.

Muchas gracias.

Juan Camilo Restrepo
Senador de la República de Colombia

AREAS DE SOL Y SOMBRA

La evolución de la economía colombiana en los últimos meses ha estado caracterizada por áreas de sol y por áreas de sombra.

Entre las primeras podemos mencionar el comportamiento relativamente satisfactorio del empleo, herencia positiva recibida de la administración anterior.

Debe registrarse igualmente la evolución de la tasa de cambio, donde hasta el momento se ha logrado una relativa recuperación de las preocupantes tendencias revaluacionistas que traía la economía colombiana.

Hay que anotar también dentro de las áreas de sol, el hecho de que la Junta Directiva del Banco de la República –¡por fin!– haya resuelto mantener el crecimiento de la oferta monetaria dentro de los corredores monetarios adoptados por ella misma.

Esta es una novedad reconfortante después de cerca de tres años en que sistemáticamente se incumplieron las metas monetarias. Muy probablemente, si en este año obtenemos un resultado satisfactorio en el frente antiinflacionario, ello se deberá, más que a la fanfarria del Pacto Social, al manejo ortodoxo que se le viene dando a la política monetaria. Ya era hora.

Tengo la impresión de que los debates que se suscitaron a finales del año pasado en torno a la tarea desempeñada por la Junta Directiva del Banco de la República, y el hecho mismo de que la independencia del Banco Central pudiera verse en entredicho, les ha servido a nuestros banqueros centrales para ponerse las pilas, como se dice coloquialmente.

En las áreas de sombra hay que colocar diversos capítulos de la política económica.

En primer lugar, la política de tasas de interés que, por supuesto, ha sido un chasco. A fin de año se prometió que las tasas de interés bajarían. Se llegó inclusive a blandir la amenaza de controlarlas. No sucedió ni lo uno ni lo otro.

Y ya transcurrido el primer semestre de 1995 vemos continuarse una estructura de tasas de interés que comienza a resentir al sector productivo y a la calidad de la cartera del sistema financiero. No deja de ser preocupante el aumento de las noticias sobre concordatos, y es evidente que de prolongarse una situación de tasas de interés como la actual, el crecimiento económico de 1995 será mucho más modesto de lo que se ha pronosticado.

OTRO «CHISTE»: EL GASTO PÚBLICO Y EL FINANCIAMIENTO DEL PLAN DE DESARROLLO

Pero desde luego, el área, ya no con sombras, sino con mayores nubarrones de la política económica sigue siendo el financiamiento del gasto público. Acá se pueden estar gestando las grandes tormentas macroeconómicas del futuro.

Digámonos la verdad: El gasto público en Colombia sigue creciendo a un ritmo desaforado. El Plan de Desarrollo prevé que durante este cuatrienio el gasto público agregado crezca a una tasa real promedio anual del 9%, mientras que la economía, en el mejor de los casos, crecerá

el 5,5% anual. O sea, el gasto público va a crecer a un ritmo casi 45% más rápido de lo que lo hará la economía. No es sorprendente entonces que el gasto público como proporción del PIB vaya a aumentar del 30% al 34% durante el cuatrienio.

El Salto Social se consuela piadosamente de este crecimiento diciendo que, de todas maneras, existen estados latinoamericanos cuyo tamaño relativo es aún mayor. Pero esto no es ningún consuelo. Lo cierto es que al terminar este cuatrienio vamos a tener un Estado más grande, más frondoso, más gastador. Pero no necesariamente un Estado más eficiente.

Ahora bien: ¿Cómo va a financiarse este crecimiento espectacular del gasto público? Ya lo sabemos. En primer lugar con una reforma tributaria que comienza a discutirse próximamente; que tiene aspectos positivos, en especial todas aquellas iniciativas que buscan controlar mejor los escandalosos índices de evasión que se registran en Colombia; que contiene también –contra lo que se había prometido– propuestas para elevar los impuestos; y que aspira a efectuar el asombroso experimento de «alquimia fiscal» consistente en recaudar el doble (cerca de 4,5% del PIB) de lo que produjo la reforma tributaria de 1992.

Pero además de una reforma tributaria de esta magnitud, para financiar la máquina devoradora del gasto público que está en marcha, se requerirá, como lo plantea el Plan de Desarrollo, un agresivo programa de privatizaciones que debe generarle al gobierno recursos equivalentes al 0,8% del PIB anual promedio.

Esto está bien, y debe apoyarse. Pero requiere una decisión política muy clara. Y exige también que este gobierno (tan amigo de complacer a todo el mundo) no abandone los propósitos privatizadores que exige la financiación del Plan de Desarrollo al primer gruñido antiprivatizador que escuche.

Pero aun después de cobrar más impuesto y de privatizar empresas a un ritmo audaz, no habrá suficientes recursos para financiar la locomotora de gasto público puesta en marcha, no sólo por este gobierno para ser

justos, sino por el anterior y por la misma Constitución del 91 que dispuso un programa de transferencias hacia las entidades territoriales de inmensas proporciones y ritmo aceleradísimo.

Por esta razón, después de la reforma tributaria, y después de las privatizaciones, el presupuesto del gobierno central continuará registrando un déficit sistemático en los años venideros que fluctuará entre 4 y 5% del PIB por año. Para financiar ese déficit el gobierno central tendrá que recurrir masivamente al crédito interno, toda vez que para preservar la tasa de cambio ha resuelto –con buen juicio– hacer uso moderado del crédito externo.

Según las proyecciones disponibles, el saldo de la deuda interna del gobierno nacional pasaría de 3,3 billones de pesos al terminar 1994 a 11,7 billones al finalizar 1988. Es decir, casi que se cuadruplicaría el volumen de la deuda interna, durante el cuatrienio. Como proporción del PIB pasaría de representar 6,24% en 1994 al 9,93% en 1998. Aumento impresionante.

Este incremento del endeudamiento interno gubernamental, además de desplazar al sector privado y de mantener una presión alcista sobre la tasa de interés, entraña un nuevo «chiste», exactamente del mismo talante del que le reprochaba recientemente el ministro Perry al ex ministro Hommes.

En efecto, para justificar la transformación en permanentes de las tarifas que con vigencia hasta 1997 fijó el Congreso en 1992 para los impuestos de renta y de IVA, el gobierno actual ha dicho que fue un «chiste» pretender financiar con recursos transitorios gastos permanentes.

Pues bien: El Plan de Desarrollo y su esquema financiero van a hacer exactamente lo mismo. Es decir, se disponen a financiar parte considerable del crecimiento de los gastos del «Salto Social» (que tienen también carácter permanente) con recursos provenientes de excedentes transitorios de empresas estatales, como por ejemplo los que el gobierno pretende tomarle prestados al Instituto de Seguros Sociales.

Tales excedentes, en el evento de presentarse, tienen un carácter estrictamente transitorio, pues los requerirá el Instituto más temprano que tarde para atender sus obligaciones prestacionales. Y cuando el gobierno deba devolverlos al Instituto, el gasto público que ha puesto en marcha quedará igualmente desfinanciado.

Repetiremos así tanto el «chiste» de 1992 como probablemente la solicitud de nuevas reformas tributarias. Esa será la consecuencia, cargada de humor negro, del insaciable crecimiento del gasto público que trae el país.

EL IMPACTO DE LA
ESTABILIZACION EN EL SISTEMA
FINANCIERO: EXPERIENCIAS
COMPARADAS DE ARGENTINA
BRASIL Y CHILE

*Sebastião Cunha**
Banco Real del Brasil

* Texto de Sebastião Cunha, presentado por Benedito Carlos de Pádua.

1. EL PROCESO DE ESTABILIZACION BRASILEÑO

En los últimos quince años la inflación anual promedio en Brasil superó la marca del 400%. Justamente antes de la implantación del Plan Real, en junio del año pasado, la inflación anual alcanzaba casi 13.000%. Para un observador extranjero, parecía increíble que las empresas continuaran produciendo, y vendiendo, y que la economía haya crecido 5% en 1993 y otro 5,7% en 1994, que el patrimonio de las familias haya permanecido casi sin protección, que el sistema financiero continuara funcionando e incluso se haya modernizado bastante y que el gobierno prosiguiera recaudando un volumen considerable de impuestos. En la experiencia mundial, tasas tan elevadas de inflación son inmediatamente identificadas con una profunda desagregación de la economía: Colapso inapelable de las finanzas del Estado, evaporación de la riqueza financiera, destrucción de los sueldos, debilitamiento de las instituciones.

En Brasil, la inflación «verdadera», que apareció al inicio de la década de los ochenta, a partir de la crisis del endeudamiento externo, estuvo acompañada de demandas generalizadas para «recuperación de pérdidas», «equidad salarial», «isonomía», etc., y se vio progresivamente estimulada por otro componente, que se llamó inercial.

A partir de la década de los ochenta, la preponderancia del componente inercial se vuelve imposible para las empresas y las personas

disciernen sobre el componente fundamental que debe orientarlos en la formación de precios. En la tradición brasileña, el trabajador demanda primero la recuperación de la pérdida salarial lo más rápido posible basándose en los índices divulgados de inflación, discutiendo en forma secundaria aumentos reales como resultados de ganancias de productividad. Cuando se reajustan los precios, las empresas toman como parámetro primero la evolución de los índices de precios y apenas de forma complementaria el comportamiento de sus propios costos. Las aplicaciones en cuentas de ahorro demandan corrección monetaria antes de evaluar el retorno real de sus inversiones. Siendo así, ¿cómo actuar en forma diferente cuando se cree que la mejor guía para la inflación del mes que viene es la inflación ocurrida en el mes en curso? El siguiente paso en esta carrera es consolidar en ley el principio de la indexación universal, que se convirtió en cotidiana a partir de la Constitución de 1988.

En los últimos años la no deflagración de un proceso de desagregación a partir de la crisis inflacionaria, se debió en un último análisis, al desarrollo de este sofisticado sistema de indexación. Es obvio que, comparando nuestro contexto institucional con el que prevalecía en otros casos, se nota que no hubo desde que entramos en el juego de la indexación, cualquier ruptura de mayor gravedad, por el contrario, la indexación prosperó realmente justo a partir de la década de los ochenta, cuando el país se empeñó en efectuar una transición lo menos traumática posible para el régimen democrático. Era la época de la conciliación y del entendimiento, en la que se buscaba traer a bordo del proceso político y económico grupos populares hasta entonces excluidos.

En este escenario el consenso fue que la solución para la inflación brasileña debería pasar necesariamente por una estrategia de destrucción de los mecanismos que garanticen su auto-sustentación. Con el plan Cruzado se hablaba de desindexación. Con el plan Fernando Henrique Cardoso surgió el término «desinercialización». En casi todos los programas antiinflacionarios se recurrió a algún tipo de prohibición a la indexación de contratos en intervalos muy cortos.

Existen dos problemas básicos tras el fracaso de las estrategias de desindexación. El primero se refiere al componente no inercial de la

inflación, el cual llamamos anteriormente de inflación «verdadera». No hay cómo negar que la inflación inercial está asociada a un desequilibrio inflacionario más profundo, que tiene que ver con la creciente insolvencia del Estado. La propia indexación acaba amortiguando el impacto negativo de estos desequilibrios fundamentales del gobierno, al compartir con el resto de la sociedad los costos del desajuste. Así es difícil imaginar que una solución para el problema inercial garantice la estabilidad duradera sin atacar los problemas fiscales esenciales.

El segundo problema de los planes de desindexación tiene que ver con su propia eficacia. Como se sabe, el estancamiento del proceso de indexación en un momento dado encuentra algunos precios arriba y otros abajo de su nivel promedio real. El tamaño de estas disparidades acaba determinando la eficacia del programa: Si son muy grandes, hay una presión inflacionaria. El resurgimiento de la inflación aumenta la demanda por indexación, que termina siendo aceptada como forma de evitar un desmantelamiento más grave de la economía.

El Plan Real fue, en ese sentido, mejor que los anteriores justamente por atacar estos dos problemas. Primero, él fue precedido de un ajuste fiscal, en la forma de un Fondo Social de Emergencia (FSE), que garantizó el equilibrio fiscal para el período 1994-1995. A pesar de no haber solucionado definitivamente las dificultades del país, el FSE garantizó un mínimo de visibilidad en el camino entre el final del gobierno anterior y el inicio de la administración de Cardoso. En las condiciones en que fue negociado, es muy difícil esperar mayores avances. En segundo lugar, el Plan propuso una solución ingeniosa para la sincronización de los precios en el camino entre los regímenes de alta y baja inflación mensual. La Unidad Real de Valor permitió, como veremos más adelante, que el lanzamiento del plan de estabilización no se diera de la forma traumática que caracterizó a sus antecesores.

El Plan Real: Características básicas

El Plan Real tiene como objeto reducir de manera drástica la tasa de inflación sin graves distorsiones en el sistema de precios relativos y sin

provocar una baja en el nivel de actividad. Su implantación se hizo en tres fases distintas. La primera fue la aprobación de un ajuste fiscal de emergencia en el inicio de 1994. La segunda la constituyó la diseminación del uso de una indexación diaria (la Unidad Real de Valor - URV), por los agentes económicos en el curso del primer semestre de 1994. Finalmente, vino el cambio del patrón monetario y del régimen cambiario a partir del segundo semestre del año.

El Fondo Social de Emergencia representó un ajuste fiscal temporal para el período 1994-1995 centrado en la ampliación de los grados de libertad del Ejecutivo en la gestión de presupuesto. Con eso se dejó para el actual gobierno la tarea de complementar la obra de estabilización por medio de reformas constitucionales. La creación de la URV, segunda etapa del esfuerzo de estabilización, tuvo como objeto trabajar en la inercia inflacionaria y el proceso de indexación en relación con la inflación pasada, conforme lo descrito antes. La generalización de la indexación por la URV intentó promover la sincronización y la uniformidad de los reajustes de precios y sueldos, reducir al mínimo las distorsiones del sistema de precios relativos. Finalmente, en la tercera fase del plan, se abandonó la sistemática desvalorización cambiaria dependiente del comportamiento de la inflación pasada y se adoptó el régimen de tasas de cambio fluctuantes. Este nuevo régimen ha sido el soporte del programa de estabilización, reservando para la política monetaria la tarea de coordinar la transición para una coyuntura marcada por tasas de interés más bajas.

La introducción del Plan Real no podría, por sí sólo, conducir a la estabilización definitiva. Primero, porque la URV disminuyó, pero no eliminó, los desajustes de precios relativos después del ingreso del Real. Segundo, porque han permanecido en el esquema del Plan, mecanismos no despreciables de indexación para algunos precios, principalmente de sueldos. Tercero, porque el equilibrio duradero de la economía dependerá de buscar soluciones de más peso para la crisis del Estado, lo que pasa por una revisión cuidadosa de la actual Constitución.

Así, el gobierno optó por la adopción de un conjunto de políticas destinadas a sustentar, por algún tiempo, la inflación en niveles reducidos sin bajar el grado de actividad, ganando tiempo y recursos políticos para

dedicarse a las reformas de fondo, dirigidas hacia la sustentación de la estabilidad con bases duraderas. Estas medidas incluirán la autorización que permita una visible apreciación de la tasa de cambio a lo largo de los últimos nueve meses; la mantención de las tasas de interés en niveles elevados simultáneamente a la introducción de una política bancaria restrictivamente compulsoria; el control directo sobre los precios públicos y la vigilancia de precios privados importantes; y finalmente la imposición de ciertas restricciones a la indexación de precios, sueldos y contratos en general. Este conjunto de medidas tuvo efectos de corto plazo bastante positivos sobre la inflación, que se han mantenido como promedio en 2% mensual desde el inicio del Plan. La estrategia de estabilización posibilitó, de hecho, una transición tranquila para 1995.

2. EL SISTEMA FINANCIERO EN LA ESTABILIZACION Y SUS TENDENCIAS ACTUALES

Los impactos de la estabilización económica sobre el sistema financiero de la economía ya fueron discutidos ininidad de veces en la literatura especializada. Existe, mientras tanto, una singularidad que sobresale en el caso brasileño. Se trata del hecho de que el país vivió un proceso crónico de inflación por casi dos décadas; con un sistema financiero se adaptaron bien a esa circunstancia, desarrollando productos y mecanismos operacionales específicos para las condiciones de la economía brasileña. En realidad, se puede decir que el hecho de que el proceso inflacionario crónico no haya derivado en una situación hiperinflacionaria aguda se debió justamente a la capacidad del sistema bancario de generar una moneda alternativa (la llamada «moneda indexada») que prácticamente sustituyó el M1 tradicional.

Por esto el sistema financiero brasileño llegó a un grado de sofisticación inigualable entre los países latinoamericanos. El camino de vuelta, por lo tanto, debe ser duro, ya que muchas prácticas operacionales desarrolladas en un contexto de alta inflación tienden a caer rápidamente en lo obsoleto, exigiendo de las instituciones financieras capacidad de rápida adaptación al nuevo ambiente macroeconómico. Felizmente, de

una manera general, los bancos y los demás intermediarios financieros poseen un grado satisfactorio de capitalización, lo que nos permite ver con anticipación un proceso de adaptación sin crisis bancarias generalizadas.

Los principales impactos que la estabilización ejerce sobre el sistema financiero y sus instituciones, pueden ser clasificados así:

a) *Reducción de la recaudación del impuesto inflacionario.* Trátase del clásico efecto de la reducción de las ganancias sobre los pasivos no remunerados, que son compartidos entre los bancos comerciales y el banco central. A pesar de que el monto de esos pasivos haya bajado mucho, las altas tasas de inflación hicieron que el impuesto inflacionario se convirtiese en el componente más importante de la utilidad de los bancos al por menor (banco de personas).

b) *Caída de las oportunidades del arbitraje en el mercado financiero.* La elevada variación de las tasas de inflación y por consiguiente de las tasas de intereses y de cambio, fenómeno característico de una situación de inflación elevada, proporciona a los intermediarios financieros oportunidades de arbitraje, las cuales representan una fuente importante de ingresos. Hay que resaltar que, del mismo modo que en el impuesto inflacionario, en estas operaciones los intermediarios financieros extraen beneficios de los agentes económicos restantes, ya que poseen habilidad superior en operaciones financieras (asimetría de información).

c) *Reducción de la demanda por servicios bancarios.* La inflación crónica hipertrofia la demanda por servicios bancarios. En el período de inflación elevada, la aproximación excesiva de la clientela con los bancos se debía a la necesidad de evitar el poder corrosivo de la inflación sobre los recursos financieros. Cuando, por ejemplo, un condominio residencial estipula tasas «en cobranza» en un banco, está buscando defender principalmente esos recursos de la inflación (reducir sus encajes de M1) que buscando un servicio de cobranza como tal. La baja de la inflación, por lo tanto, tiene el conducto de vaciar las agencias bancarias que, en general, se muestran superdimensionadas para un régimen de estabilidad monetaria.

d) *Elevación de la demanda de crédito.* Las incertidumbres existentes en una economía altamente inflacionaria han eliminado la demanda de crédito bancario por parte de las empresas. Igual, la oferta se vuelve escasa, por falta de fondos en plazos y condiciones adecuadas al financiamiento de la inversión productiva. Además, el crédito al consumidor pierde importancia, principalmente por causa de la dificultad del potencial mutuario para evaluar el grado de compromiso de su renta futura. En Brasil, la reducción del crédito fue todavía más dramática debido a las intervenciones equivocadas del gobierno, que estimularon la creación y la diseminación de mecanismos alternativos de crédito, mucho menos eficientes que el crédito bancario. El mejor empleo de este tipo de equívoco es la persistente elevación de la cuña fiscal incidente en las operaciones de crédito, con el pretexto de gravar con impuestos a los bancos, ignorando el hecho de que el contribuyente efectivo es siempre el cliente, sea el que solicita un préstamo o el que ahorra. Con la baja de la inflación, las personas naturales y las empresas volvieron gradualmente a demandar crédito para el consumo e inversión. De hecho, se trata de un proceso muy gradual. En primer lugar, reaccionaron el crédito al consumidor y las operaciones afines. En una segunda etapa, con la consolidación de la estabilización debería resurgir la demanda por financiamientos de nuevas inversiones.

e) *Aumento de las operaciones del mercado de capitales y de los negocios de investment banking.* La existencia de un mercado de capitales fuerte es hoy condición esencial para el desarrollo económico. En Brasil las incertidumbres asociadas a la inflación han sido gran obstáculo para el crecimiento de este mercado. La baja de la inflación abre camino para un rápido incremento de las operaciones en el mercado de capitales. Es interesante observar que ese mercado debe crecer no sólo por factores coyunturales, sino principalmente por razones de la tendencia moderna de sustituir el crédito bancario tradicional por operaciones «securitizadas», fenómeno estimulado, entre otros factores, por el ambiente regulador creado a partir del Acuerdo de Basilea. La inexorable reforma de la previsión social ocasionará un aumento sustancial del volumen de recursos para ese mercado, proporcionando nuevas oportunidades de negocios. Lo mismo debe ocurrir con la continuidad del proceso de privatización. A su vez, el ambiente de transformaciones y de crecimiento de la economía amplía las operaciones típicas del «banco de negocios» (fusiones

y adquisiciones, aumento de capital para apoyar la expansión de mediano y largo plazo, reestructuración de empresas, etc.).

f) *Aumento de la importancia de las operaciones del área internacional.* El proceso de integración de la economía brasileña en los mercados internacionales, incluso en el ámbito del Mercosur, se debe acelerar con la estabilización macroeconómica. En los mercados financieros, en particular, ese fenómeno deberá ocurrir de manera acentuada, principalmente teniendo en cuenta la tendencia moderna de globalización de los mercados, gracias al desarrollo de las telecomunicaciones y de la informática. Además, la estabilización permite desmoronar la gran barrera que existe para una mayor integración de nuestros mercados que son las restricciones al libre flujo de capitales, anacronismo heredado de años de práctica de monopolio de cambio por el banco central. De ese modo, las instituciones financieras tendrán por delante oportunidades adicionales de negocios en los mercados internacionales. Pero a eso se contraponen la amenaza de mayor competencia por la entrada de instituciones internacionales en el mercado interno y también por la mayor facilidad que los brasileños tendrán para conseguir servicios financieros en el exterior.

Existe, por lo tanto, al lado de los factores negativos, nuevas oportunidades de negocios para el sistema financiero. Su gran desafío es el de la adaptación a las nuevas condiciones de la economía. Esa adaptación será fácil para algunos tipos de intermediarios financieros y difícil para otros. En muchos casos se exigirá capitalización adicional de la institución. De todas maneras, habrá ciertamente reducción en el número de instituciones financieras ya sea por fusiones y adquisiciones o salida voluntaria del mercado. A continuación analizamos los impactos de la estabilización sobre cada tipo de instituciones financieras:

a) *Bancos al por menor (banca de persona) de gran tamaño.* Inicialmente esas instituciones sufrieron bastante con la reducción de los ingresos de «float». Entretanto, tienen buena capacidad de adaptación a la nueva situación, por las economías de escala que poseen en la operación de red de agencias. Como el impuesto inflacionario deja de ser del tipo

«alto rango y reducida base de recaudación», las economías de escala en la captación de pasivos no remunerados adquieren gran relevancia. Los grandes bancos al por menor pueden empeñarse en programas de reducción de costos (administrativos) de captación, lo que implica no solamente cambios cuantitativos en la red de agencias, sino también cambios cualitativos (mayor informatización, reducción de tamaño, etc.). Para eso se exige, obviamente, un adecuado grado de capitalización, lo que parece es el caso de los mayores bancos brasileños.

b) *Bancos al por menor (banca de personas) de mediano y pequeño tamaño.* En este segmento, el proceso de adaptación tiende a ser un poco más complicado, ya que un simple corte lineal de la red de agencias puede hacer que el banco pierda su identidad. A su vez, un crecimiento de la red, para intentar llevarlos al grupo de los grandes bancos, se exige capitalización elevada, así como mucho tiempo de maduración. Estrategias de fusión y adquisición parecen ser la salida para muchas instituciones de ese grupo. Otro tipo de estrategia es la de especialización, buscando sectores del mercado en que esas instituciones tengan nítidas ventajas comparativas. La especialización puede ser por producto, clientes o área geográfica.

c) *Bancos al por mayor (banca de empresas).* De un modo general, esas instituciones no tendrán dificultad de adaptarse a una economía estable. Dispone de estructuras administrativas flexibles y ya venían trabajando con productos que tendrían gran demanda después de la estabilización (mercado de capitales, derivados, etc.). Pierden ingresos de las operaciones de arbitraje, pero pueden compensar esas pérdidas con la generación de ingresos en otras áreas.

d) *Bancos «no bancos».* En este grupo se encuentran las instituciones que sobreviven básicamente de operaciones de arbitraje y que, en muchos casos, son distribuidoras disfrazadas de bancos, normalmente subcapitalizadas, sólo para tener mayores facilidades para operar en el *open market* y en el mercado de CDI, o para aumentar su crédito en el mercado. Ciertamente, ese segmento será afectado fuertemente y muchas instituciones tendrán que dejar el mercado. Deberán predominar las salidas

voluntarias. La mayor selectividad del crédito en el mercado interbancario –prácticamente la única fuente de captación de ese tipo de institución– también contribuyó para dificultar su actuación. Sin duda, la salida para ese tipo de institución es la capitalización con especialización en nuevos productos.

En esa categoría se incluyen la mayor parte de los bancos mayoristas argentinos que sufrieran directamente el impacto de la crisis de liquidez ocurrida en el primer trimestre de este año en ese país, y que se ven hoy forzados a un proceso acelerado de consolidación o de salida del mercado.

El balance de los efectos de la estabilización hasta el momento fue la liquidación de catorce grupos financieros, entre ellos doce bancos, además de cinco instituciones estatales que se encuentran bajo la administración especial y temporal del banco central. Por otro lado, el nivel de capitalización del sistema financiero viene permitiendo la realización de inversiones con objeto de obtener una acelerada modernización tecnológica intensificando la utilización de las telecomunicaciones y de la informática. El grado de profesionalismo permitió además el gran aprovechamiento de oportunidades del mercado, incluso los arbitrajes en las diferencias de intereses que surgieron con la estabilización de la economía, la utilización del cambio como ancla del programa y la mayor apertura de los mercados financieros y de capitales de Brasil para los flujos financieros internacionales. En consecuencia, se registraron a lo largo del segundo semestre de 1994, ganancias significativas entre los bancos que operan en el país.

e) *Bancos oficiales*. Su situación será analizada con mayor profundidad más adelante. Son bancos minoristas de gran, mediano y pequeño tamaños. Sus problemas derivan de la condición de haber tenido como deudor al propio accionista, que vive una situación financiera difícil. La solución de este problema demanda esfuerzos a largo plazo, exigiendo de los gobiernos que asumirán en este año, la definición clara de políticas con respecto a esas instituciones.

La difícil adaptación de los bancos oficiales

En el principio de la década de los ochenta, los bancos estatales emergen como una amenaza al ejercicio de la política monetaria. Utilizados como instrumento político en las elecciones para gobernador en 1982, muchos de ellos se volvieron emisores de moneda. Sin instrumentos para enfrentar la situación, las autoridades vieron crecer los giros sin fondos contra las reservas de esos bancos.

De ese entonces, las crisis en los bancos estatales se volvieron recurrentes y muchos de sus problemas aparecieron también en los bancos federales. Presos por varias restricciones, que más adelante comentaremos, los bancos oficiales, federales y estatales no lograron reestructurarse como las instituciones financieras privadas.

Esa dificultad deriva del origen de los bancos oficiales. Nacieron como receptores de depósitos de quienes controlan o repasan los recursos públicos. Su misión era prestar dinero con intereses generosos (en algunas épocas fuertemente subsidiados) y para proyectos de larga maduración y riesgo. Muchos se autodenominaron «bancos sociales», como si los programas sociales no fueran algo más complejo y una tarea exclusiva a cargo fundamentalmente del presupuesto público y de políticas específicas de gobierno.

La vocación negociadora de esos bancos es indefinida. Con frecuencia, son sometidos a tensiones y contradicciones internas. La necesidad de modernizarlos, defendida por grupos de funcionarios y dirigentes, se contraponen con objetivos de directores nominados por acuerdos políticos. Para estos, su papel es poner las instituciones al servicio de sus proyectos personales o de grupos que contribuyan a su designación. En general, mal preparados para guiar el banco en mercados competitivos, terminan por agravar las distorsiones e inhibir los cambios, siendo los causantes de sus crisis de liquidez y rentabilidad.

Otro problema es el tratamiento jurídico que los bancos estatales lograron con el clima creado por la Constitución Federal de 1988, dominada por los intereses corporativistas y visiones equívocas sobre el

papel del Estado en una economía moderna. Prácticamente todas las constituciones estatales en Brasil dicen que esos bancos solamente pueden ser extinguidos o transformados por cambios constitucionales.

Felizmente, después de doce años de lecciones y crisis, las distorsiones más groseras de esas instituciones fueron eliminadas, a lo cual contribuyó la acción del banco central. Los programas de saneamiento demandaron esfuerzos de capitalización y de reestructuración, incluyendo el cierre de agencias deficientes, limitación geográfica de la red de dependencias y ajustes en cuadros de personal.

La redemocratización contribuyó para una mejor comprensión de la sociedad sobre la situación de esos bancos. Nuevas demandas de opinión pública estimularon la búsqueda de efectividad y de la reducción del potencial de crisis. La gran mayoría de esas instituciones adoptó medidas que proporcionaron el entrenamiento de su mano de obra, el aumento del grado de profesionalismo y, en el caso de los bancos estatales, la introducción de salvaguardas estatutarias que pretenden reducir la injerencia política del día tras día de sus operaciones.

A pesar de eso todavía es largo el camino por recorrer, siendo difícil imaginar que esos bancos alcancen el grado de modernización que los sitúen en pie de igualdad con las instituciones financieras privadas o cercanos a los bancos oficiales europeos. Los grandes impedimentos serán la organización institucional del sector público brasileño, la cultura política del país y el corporativismo que impregna los bancos oficiales estatales y federales.

En el campo institucional sobresalen las restricciones que limitan la modernización. Los bancos oficiales se subordinan a reglas de licitación pública de la administración directa, lo que reduce la velocidad requerida en el proceso de toma de decisiones en un banco moderno. Lo mismo se puede decir de la sumisión de esos bancos a los tribunales de cuentas. Presos en una cultura caracterizada más por el formalismo que por los conceptos modernos de auditoría, el trabajo de los tribunales de cuentas constituye siempre un serio obstáculo a la competencia de las instituciones financieras oficiales.

La cultura inhibe el esfuerzo de modernización. Mueve políticos contra el cierre de agencias deficientes. Crea barreras a la reestructuración de los cuadros de personal y consigue niveles salariales promedios arriba de los compatibles con el mercado y con la solidez de las instituciones. Impide la demanda de servicios a terceros, fundamental para reducir los gastos y aumentar la efectividad. Por ejemplo, es difícil imaginar los departamentos jurídicos de los bancos oficiales que estén de acuerdo con la contratación de escritorios de abogados en la escala utilizada por los bancos privados.

Además de eso, los bancos oficiales sufren limitaciones para reclutar talentos. Por razones correctas, contratan por medio de concurso público, mientras que la directoria es designada casi siempre por motivos políticos. Si sus dirigentes fuesen buscados en el mercado como lo hacen las instituciones privadas, la isonomía terminaría siendo requerida para aumentar los sueldos militares, de los servidores de alto nivel jerárquico del gobierno y hasta de empresas estatales de limitada importancia.

Finalmente, esas instituciones disputan entre sí mercados limitados. En algunas plazas del norte y nordeste es posible ver funcionando en el mismo lugar agencias del Banco de Brasil, Banco del Nordeste, del Banco de la Amazonía, de la Caja Económica Federal y del Banco Estatal. Es muy difícil que todas tengan una justificación para estar allí instaladas.

Es probable que la estabilidad económica, si bien duradera, venga a crear serias dificultades para esas instituciones, con la excepción del BNDES, por sus particulares condiciones. Algunas terminarán siendo privatizadas y pocas tendrán oportunidad de sobrevivir bajo la organización actual en un plazo más largo.

En este momento, debemos resaltar la disposición demostrada por algunos de los nuevos gobernadores que asumieron en el inicio del año para encontrar una solución definitiva a los bancos de sus respectivos estados. La principal barrera contra la privatización o la desaparición de estos bancos continúa siendo sus carteras de préstamo, en general de difícil recuperación. La eliminación de estos pasivos exigirá, en varios casos, la privatización de empresas estatales y la utilización de los recursos en la liquidación de deudas existentes.

3. PERSPECTIVAS DEL PLAN DE ESTABILIZACION BRASILEÑO

Iniciaremos esta sección con una evaluación de la evolución de las principales variables macroeconómicas a partir de la introducción del Plan Real. A continuación, examinaremos las perspectivas económicas y políticas para el país en los próximos meses y se traza un escenario de más largo plazo para la economía.

Nivel de actividad

La implementación del Plan Real aceleró la recuperación del nivel de actividad que se observaba desde el último trimestre de 1992. Esto era bastante previsible una vez que la caída drástica de la inflación y la recuperación del poder de compra de amplios segmentos de la sociedad no podría dejar de traer al mercado varios individuos antes excluidos, por la ascendente aceleración inflacionaria. Por otro lado, los pronósticos de explosión de la demanda y de la crisis generalizada de abastecimiento para el final de 1994, no se concretará. A pesar del expresivo crecimiento en el consumo, no hubo problemas de abastecimiento, excepto casos muy localizados. El incremento del nivel de actividad no repercutió en la aceleración inflacionaria.

La evolución de la oferta agregada durante el Plan Real ha sido bastante favorable. Los factores más importantes para ese desempeño positivo son el crecimiento de la oferta doméstica en un ritmo bastante acentuado y la inédita participación en gran escala de productos importados en la canasta de consumo brasileño. Junto con estos dos elementos se aseguraron el lado real de la economía y un camino tranquilo de los meses iniciales del Plan Real: El año 1995 comenzó con *stocks* normalizados y ventas bajo un patrón oscilante.

La tasa de crecimiento del PIB en 1994 fue de 5,67%, la mayor después de 1986 (año del Plan Cruzado) cuando el índice llegó a 7,51%.

Analizando la composición del PIB según los tipos de actividad, la industria volvió a tener una participación preponderante sobre las demás

actividades, revirtiendo la tendencia de aumento de las participaciones del sector servicio, que venía consolidándose desde 1986. Sin duda que el principal responsable del aumento de la actividad es el Plan Real.

El impacto del Plan Real sobre el nivel de empleo y sobre los salarios también fue bastante positivo. La dinámica de la actividad económica hizo que la tasa de desempleo abierto medida por el OBGE cayese de 5,86% en junio a 3,78% en diciembre de 1994. Con disminución de las tasas de inflación y aumento real promedio de los asalariados acumuló un crecimiento de 13,46% entre julio y noviembre de 1994.

Precios

El comportamiento de las tasas de inflación en el segundo semestre de 1994 fue determinado por la evolución del Plan Real, en particular por el papel coordinador de precios desempeñado por la URV en la etapa anterior a la conversión monetaria y por el papel de ancla cambiaria.

Al margen de algunos problemas localizados (arriendos, algunas tarifas públicas, omnibuses urbanos y mensualidades escolares), la conversión para la moneda el «real» fue efectuada conforme a lo previsto.

La valorización del real frente al dólar ha tenido un importante papel en la reducción de la inflación, disminuyendo algunos costos industriales y exponiendo a las industrias a la competencia internacional. Durante los últimos meses, las tasas de inflación han reflejado básicamente los aumentos observados en los arriendos (consecuencia de la inflación pasada) y otros servicios, como también el incremento del precio de los productos hortifrutícolas, causado por factores climáticos.

Después del alza de las tasas de inflación de octubre y noviembre, se observó una reducción en los principales índices de diciembre, resaltando que la disminución de la inflación proporcionada por el Plan Real tiene consistencia en el corto plazo, inédita entre los planes de estabilización emprendidos en el país, eliminando con éxito posibles focos de tensión inflacionaria. Al comienzo de 1995, las oscilaciones de corto plazo

continúan respondiendo básicamente a factores periódicos, estacionales, sin ninguna tendencia explosiva hasta el momento.

Sector externo

La balanza comercial brasileña cerró el año con un superávit de US\$10,4 billones, 21% inferior al saldo de US\$13,15 billones registrado en 1993. Los sucesivos déficit comerciales de noviembre (US\$492 millones) y diciembre (US\$884 millones) contribuyeron decisivamente esta reducción.

Los déficit comerciales de enero y febrero de este año hicieron aumentar las preocupaciones en relación con las perspectivas de la balanza comercial de este año. Aunque las exportaciones brasileñas estén en un proceso de cambio de nivel, mostrando crecimiento a pesar de las alteraciones desfavorables de la tasa de cambio de los últimos meses y el impulso extremadamente fuerte que han tenido las importaciones desde que se inició el Plan Real.

Por sus características, el Plan Real trajo una sensible elevación a las demandas hechas al exterior. El aumento fue más que proporcional en las compras de bienes de consumo. Por primera vez estos productos tuvieron un papel destacado en el perfil de la oferta en Brasil, en el período de Navidad. Los impulsos de crecimiento de importaciones que siguieron en los Planes Cruzado y Collor se muestran hasta moderados si los comparamos con lo ocurrido en el segundo semestre del año pasado. Entre julio y diciembre de 1994 las importaciones totales acumularon un crecimiento del 39,5% sobre el mismo período que el año anterior. En el Plan Cruzado habían crecido un insignificante 0,4% en los primeros seis meses después de su introducción y en el Plan Collor el crecimiento fue del 6,3%.

Después de la eliminación de un amplio conjunto de restricciones a las importaciones en la medida que se fortalecía el Plan Real, estas no fueron mayores debido a las deficiencias portuarias y arancelarias en el país.

La apertura de las importaciones al final de año se mostró, de hecho, excesivamente rápida. El gobierno comenzó a revisar la situación en los últimos meses, retirando algunas de las facilidades introducidas y buscando mecanismos de incentivo a las exportaciones. En caso de que persista la tendencia a obtener saldos negativos, es probable que el gobierno tome medidas más firmes en la contención de las compras externas. El flujo de capitales externos en el año 1994, fue marcado por la consolidación de un nuevo patrón, iniciado en 1991 con la mayor apertura del país al inversionista extranjero.

INVERSION EXTERNA - US\$ MILLONES									
PERIODO	EN BOLSA			DIRECTOS			TOTAL		
	INGRESO	RETORNO	SALDO	INGRESO	RETORNO	SALDO	INGRESO	RETORNO	SALDO
1989	149	206	-58	184	524	-340	333	731	-397
1990	171	67	104	517	230	287	688	297	391
1991	760	189	571	695	134	560	455	323	1.131
1992	3.863	2.159	1.704	1.323	169	1.154	5.186	2.329	2.858
1993	12.971	8.380	6.591	877	481	396	15.848	8.861	6.987
1994	21.600	16.521	5.079	2.241	329	1.912	23.841	16.850	6.991

El movimiento de intensificación del flujo de capitales y el elevado saldo comercial del año pasado contribuyeron bastante para el rápido crecimiento de las reservas internacionales, que alcanzaron US\$38,8 billones en diciembre de 1994.

Entretanto, el repentino desmoronamiento del programa de estabilización de Méjico, en diciembre de 1994, provocó un extremado nerviosismo entre inversionistas extranjeros, que le dio origen a una fuerte reducción de su posición de riesgo en Brasil. Eso se materializó en la repatriación de recursos a partir del final del año pasado, la que continuó a comienzos de 1995. El ambiente de expectativas extremadamente negativo que predomina en los mercados financieros de América Latina

debe inhibir la entrada de inversiones a lo largo del año, en comparación con lo observado hasta ahora.

Perspectivas económicas

La flexibilización de la política cambiaria, que implicó una desvalorización de cerca del 5% del real, suscitó dudas sobre la fortaleza del programa de estabilización implantado en julio del año pasado y principalmente sobre su supervivencia en el caso de un abandono del ancla cambiaria.

El Plan Real se encuadra en la categoría de los programas de estabilización basados en apoyos nominales, predefinidos en la literatura económica para situaciones de elevada inflación crónica y de carácter inercial. En este tipo de programas el empleo del ancla es siempre temporal, dando tiempo para que se realicen las reformas necesarias para la eliminación de los focos inflacionarios primarios y el aumento del grado de eficiencia de la economía. La elección de la tasa cambiaria, como ancla, está bien de acuerdo con la teoría, y la experiencia reciente indica ser esa la mejor opción, o sea, la que trae menor grado de distorsiones para el funcionamiento de la economía e impone cierto grado de disciplina en la búsqueda de logros de eficiencia en la economía.

El uso del ancla cambiaria presupone la existencia de capacidad de financiamiento para un déficit transitorio en cuenta corriente, aunque sea sobre la forma de pérdida limitada de reservas internacionales. A pesar de ello es indispensable que el valor de ese déficit sea controlado dentro de ciertos límites; normalmente los mejoramientos de productividad derivados de las reformas y de la estabilización permiten a la economía operar con una tasa de cambio más valorizada de la que prevalecía antes del inicio del programa de estabilización.

Aunque antes del colapso mejicano ya se observaba una tendencia de los inversionistas a buscar refugio en aplicaciones de menor riesgo, tales como los títulos del tesoro americano, principalmente a partir del

momento en que se sentía que el movimiento de las altas tasas de intereses en EE.UU estaba en su fase final. La crisis mejicana reforzó esa tendencia, reduciendo la disponibilidad de recursos para la mayoría de los mercados emergentes, lo que terminó afectando particularmente a Brasil y a Argentina. Esos acontecimientos ya indicaban que Brasil debería buscar flexibilizar sus políticas cambiarias, lo que idealmente debía ocurrir sólo después de realizadas las reformas políticas y económicas.

En la práctica, como las reformas aún estaban lejos de ser aprobadas, el gobierno brasileño se enfrentaba a un *trade off*, una mayor flexibilización en la política cambiaria ayudaría al sector externo, mas al mismo tiempo, debilitaría el combate contra la inflación, ya que la tasa de cambio continuaba siendo la única ancla nominal factible para la economía. Como consecuencia de eso, el gobierno debería modificar la política cambiaria después de agotadas las demás opciones de política económica (por ejemplo, incentivos a las exportaciones) o en caso de que hubiese un fuerte deterioro de la situación externa o de las cuentas de balanza de pagos.

De hecho, hubo a partir del final de febrero un sensible empeoramiento de la situación política-económica de Méjico y Argentina. En Méjico, la crisis interna del PRI, resaltada por el episodio Massieu-Salinas, mostró claramente que su modelo político está al borde del agotamiento, siendo difícil para cualquier observador apostar en este momento por una salida rápida y tranquila de la crisis. En cuanto a Argentina, aun cuando su economía exhibe fundamentos más sólidos que la mejicana, el hecho de que el sistema de tasas de cambio sea fijo, implica una mayor vulnerabilidad a choques venidos del frente externo. Además de estos, el sistema financiero argentino continúa fuertemente presionado por crisis continuas de liquidez, lo que ha contribuido a aumentar la desconfianza sobre la salud de esta economía.

Estas situaciones, sumadas a la expectativa de un resultado negativo en la balanza comercial del mes de febrero, llevó al gobierno a proceder con precaución. La mudanza de la política cambiaria con el objetivo no sólo de modificar la tasa real de cambio, sino también de transmitir a los

agentes económicos un mensaje de que Brasil no transitaría el mismo camino de Méjico, determinado por la relativa inflexibilidad de su política de cambio en los últimos cinco años. De esta forma, evitando actuar solamente en el momento de la crisis, el gobierno hizo una apuesta: Mientras más personas creyeran en la flexibilidad de la política cambiaria, menor debería ser la desvalorización efectiva del real, necesaria para restablecer la confianza en la política de estabilización.

No hay reparos que hacer en relación con esa actitud del gobierno, con la introducción de la política de bandas, lo importante es observar que, en ese momento, el banco central estaba operando con relativa tranquilidad en una política de bandas de fluctuación de cambio, habiendo sido fijado un rango entre R\$088 y R\$093. Como consecuencia, hubo aún un aumento sustancial de la tasa de interés efectiva, que pasó de 3,2% a.m. a 4,3% a.m.

El saldo de las turbulencias de la segunda semana de marzo fue una primera victoria del gobierno en la larga guerra que aun se agravará en los próximos meses alrededor de la política cambiaria. Quedó en contrapartida, la evidente sensación de desgaste del equipo económico, que aparentemente permitió que diferencias de opinión se manifestasen como confusas operaciones. Además de eso, las idas y venidas del mercado cambiario acabaron siendo el tema dominante en la prensa, haciendo sombra al proceso político en un momento en que el gobierno debería estar buscando consolidar posiciones más claras frente al Congreso y a la opinión pública.

El principal riesgo en el área cambiaria es el de un nuevo ataque especulativo contra el real, detonado por otra crisis de confianza en la política económica. En ese aspecto, el gobierno salió bien del episodio, atribuyendo las afirmaciones de filtraciones de información a determinadas instituciones financieras. En cuanto a la balanza comercial, se vio que el resultado desfavorable de febrero, ya había sido de cierta forma incorporado al precio del dólar durante la crisis cambiaria. Finalmente, el cierre del acuerdo argentino con el Fondo Monetario Internacional y otras medidas adoptadas en aquel país, tienden a reducir en el corto plazo los

riesgos provenientes del frente externo. Así, no hay factores importantes de riesgo visibles en un horizonte de, digamos, noventa días.

Es innegable que el gobierno fue forzado a admitir cierto debilitamiento de la política de estabilización, para reducir los riesgos de una crisis externa. No debería ser necesariamente así, si se dispusiese de instrumentos adecuados de política económica principalmente en el área fiscal.

En este aspecto, las medidas de contención fiscal anunciadas simultáneamente con los cambios en la política cambiaria constituyen esencialmente el conjunto patrón de instrumentos a los que recurre el Ejecutivo para soportar gastos de caja. No tienen concretamente la pretensión de ser clasificadas como «duras» ni de robustez. El gobierno pretende efectuar un corte total de R\$9,5 billones en el presupuesto federal para 1995, recurriendo a artificios que son antiguos conocidos de la burocracia federal en Brasilia: Eliminación predecible de ítems exagerados de gastos en el presupuesto, cambios de fecha de pago de la nómina federal, revisión del presupuesto de inversiones de las empresas del gobierno, renegociación de contratos y licitaciones en curso, y otras más. El paquete, que acabó ciertamente eclipsado por el terremoto del área cambiaria, se enfoca básicamente a tres objetivos: Fortalecer la idea de que el gobierno está vivo y actuando; colaborar para el gerenciamiento de caja del tesoro, y atender demandas del público externo por señales de «fuerza» en el área fiscal, especialmente de aquellos menos familiarizados con el proceso presupuestario y con las dificultades de enfrentarse en serio al tema fiscal. De cualquier forma, lo más probable es que las cuentas del gobierno federal presenten equilibrio operacional en 1995.

La ausencia, hasta el momento, de respuestas definitivas en el área fiscal, y la fragilidad de las mudanzas en lo que se refiere al tipo de cambio, no implican necesariamente el fracaso del Plan Real y el retorno del proceso inflacionario crónico. Desde el punto de vista de la tasa de cambio, es innegable que la situación se tornó más favorable para el sector exportador, atenuando los problemas en esta área inherentes al plan de estabilización. El hecho combinado de desvalorización cambiaria

con la caída del dólar frente a las demás monedas, ocurrida en las últimas semanas, es de una recuperación sensible de la competitividad exportadora y en cierta medida reducción de la demanda por importaciones.

En cuanto a las condiciones de la demanda, el nivel de consumo siguió estable en las últimas semanas respondiendo a fluctuaciones normales. Los reajustes salariales de marzo y abril no deben afectar la demanda, toda vez que se concentran en el sector industrial de São Paulo, donde fueron relativamente comunes los anticipos salariales que serán deducidos de los reajustes anteriormente mencionados. Además de estos, el crecimiento de la morosidad en el crédito al consumidor (11,5% en febrero con relación a enero), refuerza la idea de estabilidad en la demanda, en virtud de la reducción de la renta necesaria para hacer frente a las obligaciones asumidas.

En resumen, mientras no haya aceleración, la economía opera todavía en niveles elevados, y continúa siendo la principal fuente de riesgo para el objetivo ya anunciado por el gobierno, de producir un superávit en la balanza comercial de 1995.

Con respecto a la inflación, su trayectoria para los próximos meses dependerá de varios factores, entre ellos el comportamiento de la propia tasa de cambio. Si el ambiente en el mercado cambiario fuese tal que permita la mantención del nivel de R\$0,93 por algún tiempo (continuando el cambio su desempeño en el papel de ancla), y admitiéndose que el gobierno consiga controlar el proceso de tarifas públicas y otros precios clave (lo que es probable), es razonable suponer que la inflación se mantendrá en un nivel entre 2 y 3% al mes. Con este escenario, el grado de indexación de la economía no aumentaría necesariamente, y se podría estar caminando para una trayectoria inflacionaria semejante a la del final de los años 70.

A juzgar por la experiencia reciente, tal trayectoria sería sin duda inestable y vulnerable a choques desfavorables en la oferta y la demanda. En vista de eso, sería necesario que, a través de las reformas necesarias,

el gobierno ganase rápidamente condiciones de utilizar las políticas monetarias y fiscales, para el control de la inflación. Eso dependerá fundamentalmente del proceso político.

En un escenario pesimista, el gobierno estaría obligado a reajustar el cambio más rápidamente de lo deseado y no tendría éxito en contener las demandas por aumento de tarifas y otros precios clave. En este caso, la inflación tendería a una trayectoria levemente creciente, con aumento gradual de indexación de la economía, retornando al patrón inflacionario que prevalecía antes del Plan Real. Nuestra opinión es que debe prevalecer el primer escenario, con impacto moderado de la desvalorización sobre las tasas de inflación y sobre las demandas por reindexación. Si tal cosa ocurriese, el gobierno reunirá todavía condiciones de invertir esfuerzos en el área política, buscando imprimir mayor consistencia en el proceso de reforma constitucional.

De esta manera, la capacidad del gobierno de mantener la credibilidad de la política de estabilización y el apoyo de la opinión pública, es fundamental para evitar la vuelta al proceso inercial de inflación. Hasta el momento, esa credibilidad existe, como lo demuestra el reciente episodio de la división de un secretario de la Alcaldía de São Paulo que habría anunciado precipitadamente un aumento de las tarifas de los buses. Así mismo, los equívocos en la operación de mudanza de la política cambiaría pueden haber afectado esa confianza y corresponde ahora al gobierno recuperar el terreno perdido. Como hemos señalado, solamente la mantención del apoyo popular al gobierno de Fernando Henrique Cardoso, puede conseguir algún éxito en el proceso de reforma constitucional en un país en que la pobreza del sistema político dificulta sobremanera el proceso decisorio.

Es razonable esperar, por lo menos para los próximos tres meses, la mantención de la «banda» cambiaría fijada por el banco central, situándose la tasa de cambio dentro del intervalo entre R\$0,88 y R\$0,93 por dólar. En marzo y abril la tasa de inflación deberá permanecer alrededor de 2 a 2,5% al mes, posiblemente aproximándose más al 3% en mayo. A lo largo de las próximas semanas, el Banco Central deberá continuar

buscando tasas efectivas de interés cercanas al 4 ó 4,5% al mes. Con relación al nivel de actividad, lo más probable es que se mantenga estable a lo largo de los dos próximos meses.

Perspectivas políticas

El Plan Real necesita las reformas estructurales para su consolidación. Esta es la afirmación más acertada entre los analistas de diferentes credos y distintas especialidades. Aún es grande la desinformación con respecto a las complejidades de las decisiones sobre los cambios. Para muchos, ellas dependen apenas de la voluntad política del Presidente de la República. Deberían ser emprendidas con rapidez y profundidad. Se necesita la inmediata simplificación del Sistema Tributario, la Reforma Fiscal amplia y también una «privatización salvaje». Al contrario de estas expectativas simplistas y también de la idea más realista de que sería posible avanzar rápidamente en un conjunto restringido e importante de reformas, los acontecimientos recientes indican que ellas se tornan crecientemente más difíciles.

La dificultad de promover las reformas proviene de la conjugación perversa de dos factores: La amplitud de los cambios y la baja capacidad decisoria del sistema político. Con excepción de las reformas que el este europeo viene promoviendo hacia una economía de mercado, difícilmente se encontrará en este momento país que, como Brasil, precise de un elenco tan gigantesco y complejo de mudanzas. Hay que desmontar la complejidad de normas legales y reglamentarias heredadas de un Estado excesivamente intervencionista, de cultura paternalista de las elites, del corporativismo notarial y del extinguido modelo de nacional desenvolvimiento.

El punto obvio, no siempre recordado, es que reformar equivale a contrariar amplios intereses de grupos con elevada capacidad de presión junto al Congreso. Será necesario cambiar regímenes especiales de jubilación, eliminar prácticas de «clientelistas» de la clase política, enfrentar

privilegios de los empleados de las empresas estatales, vencer visiones estatizantes de los partidos de izquierda y así sucesivamente. En resumen, se intenta remover obstáculos existentes por décadas de acción política, basada en el uso de estas fuerzas, cuyas demandas se resolvieron directa o indirectamente por presupuesto público.

La capacidad de negociación política en los patrones antiguos disminuye considerablemente con la crisis fiscal, y la solución de ésta, en un ambiente democrático, implica negociar con los mismos actores y métodos. Este es uno de los impedimentos que explican la tendencia a la paralización decisoria en el Congreso. Para empeorar, otros dos factores se superponen a este conjunto de problemas: La crisis mejicana y la Constitución de 1988. El llamado «efecto tequila» sobre el Congreso se produjo por una visión distorsionada de los orígenes de la crisis, interpretada, interesadamente o no, como resultantes de las reformas estructurales y de la apertura de la economía.

La Constitución de 1988 produjo reformas, pero con la señal cambiada y el consecuente agravamiento de los desequilibrios del sector público. En desacuerdo con las tendencias que ya eran firmes hacia la globalización de los mercados y hacia la reingeniería del sector público, la nueva carta empeoró la agenda de reformas. Generó rigidez inédita en el presupuesto general, amplió los monopolios estatales y dejó la administración de fondos sociales al borde del colapso. El fanatismo nacionalista exageró las restricciones al capital extranjero y la ignorancia produjo un ridículo límite de 12% al año para las tasas de intereses reales.

Todo esto trajo nuevamente el antiguo tema de la gobernabilidad. Además de un buen diagnóstico y de un líder político de la calidad de Fernando Henrique Cardoso, la dimensión de la tarea de reformar exigiría también un Congreso con la eficiencia decisoria de los sistemas parlamentarios europeos. Sería necesario que el Congreso, como el Parlamento británico, privilegiasen la tramitación de las materias de interés del gobierno y tuviesen partidos con la capacidad de inducir a sus miembros a votar según determinada orientación. Al contrario, el sistema político brasileño se caracteriza por excesiva fragmentación partidaria,

ausencia de mecanismos de incentivos a decisión y baja eficiencia para aprobar las reformas.

Iniciado bajo el impulso del suceso del Plan Real y del apoyo social resultante de él, el nuevo gobierno ha señalado que podría alcanzar las principales reformas, a pesar de la pérdida de popularidad con los obstáculos que le impuso un Congreso con fines de mandato: Aumento de los sueldos de los parlamentarios, amnistía del senador Humberto Lucena, involucrado en denuncias de mal uso de la gráfica del Senado (que no podían ser rechazados) y aumento del sueldo mínimo para R\$100,00 (que debería ser rechazado en aquellas circunstancias). Se esperaba, con esto, que la homogeneidad del Ministerio, la nueva organización del gobierno, y el apoyo de la población al plan podrían neutralizar en parte el tropiezo involuntario.

El gobierno acertó en postergar la nominación de los dirigentes de las empresas estatales. La maniobra evitaba los desacuerdos y resentimientos que acostumbraban a seguirse en las disputas de cargos. Era esencial elegir buenos aliados para las mesas de la Cámara y del Senado y obtener victorias también en la designación de los miembros de las comisiones permanentes de las dos Casas del Congreso. La estrategia funcionó.

La elección del diputado Luis Eduardo Magalhaes y del senador José Sarney llevó hacia la presidencia de la Cámara y del Senado figuras políticas favorables a las reformas y de visible capacidad de articulación. Magalhaes es reconocidamente adepto a los cambios más necesarios en la Constitución. Sarney tiene interés en verse unido a una contribución efectiva para la modernización del país. La actuación positiva de estos dos líderes ya es evidente en la tramitación inicial de las propuestas de reformas constitucionales y en la incorporación en la pauta de temas examinables en sesiones conjuntas del Congreso.

A pesar de esto, las señales de que algo no funciona son cada vez más evidentes. Ni todas las expectativas alrededor de la nueva organización de la Presidencia de la República se confirmaron. Más

temprano de lo que se esperaba, la Casa Civil sufrió un desgaste político, frente al inconformismo por parte de la clase política con las dificultades de cursar sus pleitos en el gobierno, principalmente en la búsqueda de cargos del segundo escalafón. La forma y la extensión con que el tema ha llegado a la prensa crean insatisfacciones adicionales. El impacto con el senador Antonio Carlos Magalhaes ha dejado secuelas. Las disputas dentro del PSDB resultaron en el pedido de dimisión del presidente del partido y en la sensación de pérdida de unidad.

El largo tiempo transcurrido después de la victoria en la primera etapa, no fue suficiente para la adecuada preparación de las propuestas de reforma. En el tema tributario, el gobierno exhibió divergencias internas y pareció dispuesto a enfrentar una batalla por un objeto al mismo tiempo racional e imposible, el de la federalización de los impuestos sobre el consumo de bienes y servicios. El tema desapareció del debate y ahora se ha sustituido por la idea bastante inferior de prórroga del Fondo Social de Emergencia. En el área de la Administración de Fondos Sociales parece existir un consenso alrededor de una propuesta, pero el proyecto se detiene en la aparente necesidad de conciliar la salvación de estos fondos de un desastre con la administración de resistencias de la clase política a los cambios.

Además, el gobierno fue derrotado por el Senado, que aprobó la regulación del límite de los intereses reales previstos en la Constitución. Los votos fueron básicamente de los partidos que dicen apoyarlo, incluyendo a más del 90% de los senadores del PMDB. El episodio mezcla desinformación e irresponsabilidad social, pero fue también un mensaje: Los senadores dijeron necesitar de más atención a sus pleitos y demostraron su fuerza para el mal eligiendo la decisión de mayor impacto negativo en este momento para exhibir su poder de derrotar al gobierno. La forma de evitar perder también en la Cámara será el envío de la materia para una Comisión Especial, donde adormecería por un período confortable. El hecho recuerda que la mayoría del gobierno es ocasional y dependiente de los intereses personales de los parlamentarios. Señala que la coordinación política del gobierno ha sido ineficiente, y que faltó vigilancia a sus líderes.

Por último, lo determinado por la Comisión de Constitución y Justicia de la Cámara, encargada de examinar la admisión de propuestas de enmiendas a la Constitución, de que la enmienda de reforma de la administración de fondos sociales presentada por el gobierno sea analizada en bloques separados, ha sustraído fuerza a la propuesta original del Ejecutivo y representó una primera derrota concreta del gobierno en el proceso de reforma constitucional.

La asociación de factores negativos, tales como los altos y bajos del gobierno en el área política, las nuevas restricciones que el frente externo trajo a la estabilidad de la economía y las bajas condiciones gubernamentales, estructurales, son mayores que lo que se pensaba. Sin contar las innumerables barreras que los regímenes de la Cámara y del Senado imponen a la formalización, en el voto, de consensos ya obtenidos en la negociación política.

El suceso del Plan Real y el apoyo de la opinión pública a los cambios, no están siendo suficientes para ayudar a neutralizar la cultura de la clase política, la fuerza de los intereses que ella representa, su resistencia a medidas impopulares y su tendencia a apoyar salidas populistas. Al contrario de lo que se ha imaginado, los efectos sociales de la estabilización y la calidad del liderazgo político del nuevo Presidente de la República son pocos para contrarrestar el poder de negociación de los parlamentarios, basado en la capacidad de amenazar imponiendo derrotas al gobierno.

La necesidad de ajuste en la política cambiaría tendrá efectos inflacionarios, aunque pequeños. Los errores de comunicación en la implementación de los cambios generaron desgastes al gobierno y al equipo económico, a pesar del éxito en combatir la especulación contra el real. Se trata de factores que dificultarán especialmente la adecuada gestión de las expectativas y el relacionamiento con el Congreso (por la eventual caída de prestigio de Fernando Henrique Cardoso).

Aunque las posibilidades de realización de las reformas estructurales sean mayores que en cualquier época, los acontecimientos de las últimas

semanas mostraron que la tarea es innegablemente más dura de lo que se esperaba.

El gobierno necesitaba cambiar puntos de su estrategia, y tal vez rendirse por lo menos en parte a la realidad del proceso de negociación política de Brasil. De esta manera, deberá actuar para evitar la pérdida de iniciativa y el aumento del poder de ataque de sus muchos adversarios.

Perspectivas a largo plazo

Como se vio, el Plan Real al final del primer trimestre de 1995 enfrentó su más dura prueba, representada por el deterioro de la situación externa y por las primeras señales de dificultad en el área política, que tornaron más nítidos los desafíos de aprobación, con la eficacia necesaria, las reformas estructurales requeridas para la estabilización permanente de la economía brasileña.

Los primeros meses de la nueva administración trajeron, es cierto, dudas sobre la capacidad del gobierno en sustentar la política de estabilización en el largo plazo. Es importante recordar que la mayor parte de estas preocupaciones se originan en una evaluación centrada excesivamente en las variaciones a corto plazo. El estudioso mejor informado de la realidad brasileña, ya debería estar familiarizado con los enormes obstáculos que se oponen a la modernización de una sociedad con las características de la brasileña: un siglo de pobreza, concentración excesiva de los ingresos, un sistema político aún en formación, y donde el «patrimonialismo» y el «clientelismo» crearon raíces profundas. Con excepción de los Estados Unidos, Brasil es seguramente la sociedad más compleja de las Américas y se encuentra en pleno proceso de formación y de construcción democrática. El proceso de estabilización no puede llevarse a cabo a espaldas del ambiente político-institucional del país. Será, de esta forma, un proceso más lento, si tuviera la pretensión de ser más duradero. El punto importante para señalar es que en ningún momento de su historia reciente, Brasil ha reunido condiciones tan favorables para enfrentar la tarea de reformar su economía y sus instituciones políticas.

El entusiasmo con el éxito inicial del Plan Real ha creado expectativas exageradas en cuanto a la posibilidad de realización rápida y amplia de las reformas estructurales. Y en que pese a sus angustias y riesgos, la tendencia de fondo es muy positiva y el camino de modernización, aunque lento, parece ser irreversible.

Mario Vicens
Consultor argentino en
economía y finanzas

Voy a hablarles de la experiencia del sistema financiero chileno y del sistema financiero argentino. Ambas economías transitaron por un proceso de estabilización hasta ahora muy consolidado en el caso de Chile y razonablemente exitoso en el caso de Argentina. Ambos procesos de estabilización impactaron fuertemente en sus sistemas financieros.

Después voy a tratar de describir muy rápidamente la evolución que tuvieron en sus principales variables, en el momento de la estabilización.

EL SISTEMA FINANCIERO CHILENO

Si uno compara ambas situaciones en el tiempo y traslada temporalmente ambas situaciones, podría pensarse que lo que le pasó al sistema financiero chileno a comienzos de la década del ochenta, cuando tuvo que enfrentar un *shock* internacional y un ajuste enorme, puede llegar a ser un antecedente para lo que el sistema financiero argentino va a tener que enfrentar en los próximos meses y probablemente en los próximos años.

El sistema financiero chileno de hoy lo integran 36 entidades, de las cuales una es pública y 18 son extranjeras. El resto son entidades financieras nacionales. El total de activos del sistema asciende

aproximadamente a cuarenta mil millones de dólares –cuarenta billones de dólares– y el total de sus obligaciones, depósitos más captaciones del público, asciende a la suma de alrededor de veinticinco mil millones de dólares. Tiene una capitalización de tres mil cuatrocientos millones de dólares, es decir, posee una relación activos-capital razonablemente consistente con las recomendaciones internacionales provenientes de los acuerdos de Basilea. Cuenta con 1.400 sucursales, tiene 45.400 empleados, y una rentabilidad promedio, asombrosamente alta, del 19% anual como promedio en los últimos años.

Esto no incluye una parte muy importante del sistema financiero chileno, que son las administradoras de fondos de pensión y las financieras u otras afiliadas al sistema financiero, que están desarrollando nuevos negocios a los cuales los bancos no pueden acceder directamente, porque todavía en Chile no se les permite a los bancos, o tienen ciertas limitaciones para entrar en esos negocios directamente.

El mercado de capitales chileno está tan desarrollado que el sistema financiero sólo abastece menos del 20% del total del financiamiento de la economía. La otra parte del financiamiento es suministrada tanto por el resto del mercado de capital como por el autofinanciamiento de las empresas, el cual alcanza hasta el 40%, aproximadamente.

El caso chileno es el de un sistema financiero maduro porque viene de un proceso de ajuste de redimensionamiento importante, como consecuencia de la crisis que tuvo que enfrentar a principios de la década del 80. Antes de la crisis había 61 entidades financieras, después de la crisis quedaron 45 y hoy son 36. Además, es maduro porque tiene niveles de productividad sumamente adecuados, medidos en términos de patrones internacionales. En tercer lugar porque muestra una estabilidad y una solvencia, tanto en términos de sus cuentas de financiamiento de largo plazo, como en términos de su regularidad de cartera, que hacen pensar que está a prueba de *shocks* macroeconómicos o sectoriales de magnitud apreciable.

EL SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO

La situación del sistema financiero argentino es diferente. Obviamente tiene que serlo porque solamente han transcurrido tres años desde la estabilización de la economía argentina y hoy por hoy el sistema se benefició con el proceso de remonetización que enfrentó la economía argentina a partir de su estabilización.

Se benefició a tal punto que hasta el día de hoy no ha sido necesario que los bancos argentinos hayan tenido que ajustar significativamente su productividad ni sus costos, ni ha sido necesario hasta fin del año pasado que las entidades se tengan que reducir en tamaño y en número, a pesar de que el número de ellas es claramente excesivo para la dimensión de la economía argentina.

Antes de la crisis, a diciembre de 1994, en Argentina existían 206 entidades financieras, entre bancos y entidades financieras –bancos son alrededor de 175–, de los cuales 31 eran extranjeros y 35 aproximadamente son públicos, tanto públicos nacionales como públicos provinciales, estaduales y municipales.

El total del financiamiento del sistema financiero argentino asciende a alrededor de setenta y seis mil millones de dólares, tiene depósitos y obligaciones por sesenta y nueve mil millones de dólares, contando en esto, tanto depósitos como obligaciones nominadas en la moneda nacional –el peso– y en dólares estadounidenses; la economía argentina es una economía por completo bimonetaria. En particular, el sistema financiero emite obligaciones y otorga préstamos en ambas monedas sin ninguna distinción desde ningún punto de vista, excepto por el hecho de que las operaciones en pesos todavía registran tasas de interés un poco más altas que las operaciones en dólares.

El capital y las reservas del sistema financiero argentino a fines de 1994, ascienden a alrededor de catorce mil millones de dólares. Se puede deducir, comparando con el total de financiaciones que describí antes, setenta y seis mil millones de dólares, a lo que cabría agregar solamente las disponibilidades de títulos públicos que no representan más del 4%

del total del activo, que en términos de capitalización es un sistema que está razonablemente solvente. Para ser más precisos, está por arriba de una relación capital total de financiaci3nes del 10%, que es absolutamente razonable para un sistema en sus condiciones.

Tiene 4.000 sucursales y 121.000 empleados. Sin embargo, en el último año ha caído fuertemente la tasa de ganancia promedio del sistema puesto que registró, en términos del patrimonio, una ganancia del 1,5%. Quizá no es comparativo estrictamente con el 19% que mencioné antes del sistema financiero chileno, porque aquel no está ajustado por inflaci3n, pero claramente es una ganancia muy pequeña, en particular, comparada con la ganancia que venía registrando en los años anteriores. Y esto es porque a partir el año pasado, el sistema financiero argentino comenzó a registrar las dificultades de un proceso de ajuste que tiene que enfrentar la economía como consecuencia de la caída en la entrada de capitales.

A diferencia del sistema chileno donde hay barreras a la entrada y donde hay un nivel de regulaciones relativamente alto a pesar del proceso de liberalizaci3n financiera que se puso en marcha después de 1976, en la Argentina no hay ningún tipo de barrera, a la entrada en el sistema financiero. Si los banqueros colombianos deciden poner hoy un banco en la Argentina, lo único que tienen que hacer es presentarse ante el Banco Central, acreditar tener antecedentes financieros intachables y el capital mínimo necesario para instalar un banco. No existe reciprocidad alguna exigida por el Banco Central de la Argentina como responsable de la Superintendencia, para que bancos extranjeros o nacionales se instalen en la Argentina. Tampoco existe ningún tipo de restricci3n para instalar sucursales. El sistema financiero argentino de hoy está claramente liberado de todo tipo de barreras a la entrada y solamente debe observar regulaciones de orden prudencial y monetario.

LA PRODUCTIVIDAD DE LOS DOS SISTEMAS FINANCIEROS

Comparando la productividad de ambos sistemas financieros, el chileno claramente ha llegado a una mayor productividad que el argentino. Piensen que, aproximadamente, el sistema financiero chileno moviliza

550 millones de dólares de depósitos por hombre ocupado, mientras que el sistema financiero argentino moviliza 390 millones de dólares de depósitos por hombre ocupado.

Los niveles de intermediación son diferentes. En la Argentina, en términos de segmentos del mercado, el sistema llega con sus servicios a lo que podríamos llamar la población de nivel económico ABC1, mientras que en Chile el sistema ya llega con sus servicios a niveles de población que alcanzan hasta el segmento de mercado C2 y D1.

El sistema financiero argentino muestra hoy día un *spread* parecido a los chilenos, porque para empresas de primera línea, el *spread* está ubicado entre el 2% y el 2,5% anual, mientras que en términos promedios, ambos sistemas exhiben niveles del 10% anual.

Una buena manera de describir ambos sistemas es que el sistema chileno claramente ha alcanzado la madurez, mientras que el argentino está todavía en un proceso de transformación y consolidación, que a partir de ahora tiene que pasar por la mejora en su productividad, la disminución de sus costos, y la fusión y reducción del número de entidades, incorporando en ello la privatización o reducción de la banca pública, que es excesiva y peligrosa para la estabilidad del sistema.

Hay una enorme relación entre los procesos de estabilización, salud y estabilidad del desarrollo del sistema financiero. Esta relación tiene que ver con el hecho de que el sector es uno de los principales perjudicados con los procesos de inestabilidad macroeconómica de estos países. En general, estos procesos de inestabilidad están acompañados por fuerte represión financiera. Los gobiernos suelen apelar al límite de las tasas de interés, o a direccionamiento del crédito en el intento de evitar lo inevitable. En Argentina y en Chile pasó esto en el proceso de desestabilización de las economías; por otro lado, normalmente suelen apelar al sistema financiero para financiar las cuentas públicas.

En el caso de Chile la apelación fue directa: Se nacionalizaron los bancos. En el caso de la Argentina, antes de la estabilización, el crédito del sector público representaba más del 50% del total del crédito del

sistema financiero, vía encajes, vía encajes remunerados o vía crédito directo.

Los procesos de desestabilización normalmente están acompañados por lo que se conoce como desmonetización, o caída en términos reales, de la cantidad de recursos que moviliza el sistema financiero y esto ocurrió en el caso de la Argentina porque hubo huida de capital. Sucede porque hay dos fenómenos que normalmente coinciden. En el caso de Chile se presentó desintermediación financiera, pero no en el sentido de que ésta fuera realizada a través de otros mercados institucionalizados de la economía. Se efectuó mediante mercados no institucionalizados o externos. En el caso de Argentina se realizaba antes de la estabilización, a través de los mercados externos al que accedían todos los sectores económicos y todo tipo de consumidor de servicios bancarios.

En plena hiperinflación, una empresa de manejo financiero sofisticado operaba directamente sobre sus cuentas en el exterior para manejar sus recursos, y una simple empleada pedía que se le pagara en dólares y mantenía sus dólares fuera del alcance del sistema financiero para evitar la eventual estafa que significaba en ese momento la inflación.

El otro fenómeno que está asociado a la desestabilización es la recesión y los cambios de precios relativos. Es bastante común ver cómo en el proceso de huida de capitales sube el tipo real de cambio porque es la manera a través de la cual se generan los recursos en economías como la argentina o la propia economía chilena, a mitad de la década del 70, para financiar la huida de capitales. Es muy común pensar en la existencia de controles y de cambios de las reglas de juego permanentes que hacen que cualquier proyecto de inversión financiado por el sistema financiero no tenga un *cash flow* claro y adecuado que pueda ser evaluado, ni un riesgo crediticio que pueda ser determinado con razonable eficiencia.

Cuando se estabiliza una economía y desaparecen todos estos efectos, el sistema financiero es el sector que probablemente más se beneficie con la estabilidad, a pesar de que normalmente pierde alguna de las ventajas de la inestabilidad, como puede ser participar en el impuesto inflacionario o tomar ventaja de los arbitrajes, como pasaba concretamente en el caso de Brasil.

Tanto en el caso de Chile como en el de Argentina, la estabilización provocó una recuperación rápida del tamaño, de la productividad y de la rentabilidad del sistema financiero. Quizás en este último caso provocó una sustitución de las fuentes de rentabilidad, puesto que esta rentabilidad dejó de ser provista por las operaciones de arbitraje o por las operaciones de corto plazo, para empezar a ser provista por una actividad bancaria más tradicional y más razonable en el largo plazo.

Tanto en Chile como en Argentina, los procesos de estabilización coincidieron con una situación internacional tremendamente favorable. El proceso de estabilización chileno comenzó en 1976 y el argentino en 1990. En ambos períodos, al comienzo de los procesos de estabilización, el mundo registró un exceso de liquidez muy fuerte que se transformó o se reflejó en una gran oferta de financiamiento para países como Chile y Argentina.

¿Qué pasó con el sistema financiero en estos procesos? En Chile, entre 1976 y 1982, el total de los pasivos monetarios del sistema con respecto al producto bruto creció del 4,8% en el 76 al casi 7% en el 82. En Argentina este mismo rubro creció entre el 90 y el 94, del 3,3% al 8% en el escaso tiempo de tres años. En términos de un agregado más amplio que pueda mostrar el nivel de actividad del sistema, si comparamos la evolución de lo que los economistas llamamos el M3, es decir, el total de los recursos monetarios, entendiendo por tales los depósitos a la vista, las cajas de ahorros, los depósitos a plazo fijo, tanto nominados en dólares como en pesos, en la Argentina creció del 7% al 20% del producto interno bruto (PIB) a fines de 1994; el producto bruto creció como promedio, en ese período, 7,5% anual.

En el caso de Chile, el total de las financiaciones del sistema financiero creció del 19% en 1976 al 48,1% en 1982, y el PIB creció, en ese mismo período, un promedio del 8% anual, es decir, hubo una enorme explosión en el nivel de actividad, porque aumentó considerablemente la oferta de recursos al sistema financiero, que hasta antes de la estabilidad se canalizaba a través de mercados informales o a través de mercados externos.

En términos de tasas de interés, el impacto de la estabilización es tan profundo que en Chile las tasas de interés nominal, activas y pasivas, cayeron de 156% y 122% en 1977 a 52% y 42% respectivamente en 1981. Durante el mismo período el *spread* cayó del 34% al 10% anual. Pero esto fue mucho más que compensado por el aumento del volumen de recursos intermediados por el sistema, de tal modo que mejoró notablemente la rentabilidad. En el caso argentino es muy difícil establecer tasas de interés porque la tasa de inflación de 1990 fue de 1.400%, comparando los promedios de precios de 1990 contra los de 1989. La tasa de inflación de 1991 fue del 84% y la de 1994 fue del 3,5%.

Si relacionamos tasas de interés con tasas de inflación, éstas últimas en 1991 eran enormemente altas y bajaron a niveles del 18% –las tasas activas– y del 8% anual –las tasas pasivas– durante 1994 como promedio. Eso da una idea de la magnitud del impacto que sobre el sistema financiero produce una estabilización.

¿Es posible que en este momento, en el sistema financiero argentino, estemos comenzando a transitar el mismo proceso que se hizo a principios de la década del 80 en el sistema financiero chileno y que fue un paso quizás necesario para la consolidación del sistema?

Actualmente en Argentina hay nueve entidades financieras suspendidas y se calcula –son muy pequeñas todas ellas, excepto un solo caso, el Banco Integrado Departamental que es un banco cooperativo con gran expansión de sucursales en el interior del país–, que aproximadamente 40 entidades financieras deben desaparecer en los próximos dos a seis meses. Es un ajuste, un *shock* significativo. El total de depósitos que movilizaba el sistema financiero a fines de diciembre de 1994, estaba en los cuarenta y cinco mil millones de dólares, pesos y dólares; hoy está en los treinta y seis mil millones de dólares. Esto significa que ha perdido depósitos equivalentes a ocho mil millones de dólares, cifra cercana al 20% del total de recursos con que contaba a finales del año pasado.

Soportar una corrida de depósitos de esa magnitud, indudablemente no es cosa fácil para ningún sistema financiero y menos para el argentino

que claramente está en proceso de transformación. Por lo tanto, es muy importante tratar de analizar y contestar la pregunta anteriormente planteada, comparando ambas experiencias, porque creo que de allí podríamos sacar alguna enseñanza que nos ayude a decir si en los próximos meses el programa argentino va a sufrir el embate y la presión de la situación de debilidad que hoy está enfrentando su sistema financiero.

A diferencia de Chile en aquella época, hoy la Argentina, para salir de la hiperinflación, debió sacrificar algunos instrumentos de política económica. En la Argentina rige la convertibilidad de la moneda nacional por el dólar estadounidense que fue elegido como moneda de referencia. Esto implica que el Banco Central ha perdido la posibilidad de practicar políticas monetarias activas, en el sentido de que cualquier política monetaria se basa en operaciones del mercado abierto o en financiación al sistema financiero, que en el caso del Banco Central de la Argentina, está limitado a una cifra ínfima. La ley no le permite excederse en el 20% de sus obligaciones monetarias, asistiendo o al gobierno o al sistema financiero en sus necesidades de financiación. El Banco Central y el gobierno se van a tener que encontrar discutiendo una opción posible.

¿Qué pasó en Chile? ¿Se puede trasladar esta experiencia a la Argentina?

La crisis del sistema financiero chileno sucedió por tres factores importantes:

1. Factores de origen absolutamente local, vinculados con el manejo macroeconómico de la economía chilena. En junio de 1979, en Chile se congeló el tipo de cambio para intentar bajar la tasa de inflación interna a niveles compatibles con la tasa de inflación internacional. Para eso se fijó el tipo de cambio y se flexibilizó completamente la entrada de capitales. El tipo de cambio por aquella época era 39 pesos por dólar. Se flexibilizó la entrada de capitales, porque de este modo se podía bajar la tasa de interés, al mismo tiempo que bajaba la tasa de inflación.

Aunque a mi juicio se cometió un error que también han reconocido muchos autores tanto chilenos como extranjeros, como fue el de aplicar

medidas de corte populista, bajo un contexto político donde se buscaba lanzar un plebiscito y conseguir la «reelección» o la designación de Pinochet por un período prolongado de tiempo como presidente de Chile, se mantuvieron indexados los salarios y algunos otros contratos que a la postre resultaron ser muy difíciles de superar por la economía chilena.

Como consecuencia de este programa, Chile registró un *boom* espectacular. El total del déficit en cuenta corriente, que había oscilado alrededor del 2% al 3% del PIB en los años previos, subió al 8% en 1980 y al 14% en 1982. Según cifras del Fondo Monetario Internacional, durante el período en mención la entrada de capital ascendió del 4% al 20% del producto interno bruto, lo que representa una entrada de capital espectacular para una economía relativamente pequeña, como la chilena.

La deuda privada se triplicó en solamente dos años y el tipo real de cambio cayó aproximadamente 35% en sólo dos años. Estos son algunos indicadores del *boom* que vivió y del nivel de desequilibrio que alcanzó la economía chilena en el intento de bajar la tasa de inflación y la tasa de interés para ganar una «reelección».

2. Se presentaron también factores externos. En 1981 comienza la crisis de endeudamiento de América Latina. Empieza a subir fuertemente la tasa de interés internacional y principia a caer el precio del cobre, principal actividad exportadora de Chile. Se reconoce que la situación externa, el menor apoyo financiero internacional a la economía chilena, en el marco de la crisis de deuda que enfrentó América Latina, hizo que la economía tuviera que ajustarse rápidamente y el principal instrumento de ajuste fue una devaluación que alcanzó 80% en el primer año durante 1982 y que siguió alcanzando niveles muy altos durante los años posteriores.

3. Hay algunos factores propios del sistema financiero que tienen que ver con distintos aspectos. Mauricio Larraín, autor y banquero chileno, ha resumido estos factores en cuatro aspectos.

a. Larraín opina que les faltó experiencia a los banqueros chilenos para actuar en el marco de un mercado desregulado. Por más de una

década actuaron en un mercado que tenía topes a las tasas de interés, que tenía direccionamiento de crédito, que estaba realmente regulado en todas las decisiones. La ausencia de experiencia no les impidió adecuarse a las circunstancias y prevenir una situación posterior en extremo difícil.

b. Chile viene de un proceso de reprivatización de sus bancos y de sus empresas, nacionalizadas por el gobierno de Allende, que no encontró a los chilenos con suficientes niveles de capital. Coincidieron dos aspectos: Los chilenos compraron esas empresas con deuda y además intentaron darles masa crítica, armando conglomerados industriales y financieros mediante un mayor endeudamiento. Por lo tanto, los problemas asociados con la deuda externa y la fusión entre sectores industriales y financieros crecieron exponencialmente entre 1981-1982.

c. Había una supervisión de los bancos absolutamente desactualizada en relación con el nivel de desregulación del sistema financiero chileno. Para hacer las provisiones, en lugar de contemplar el *cash flow* futuro de las empresas, y el nivel de diversificación que tenían las carteras de los bancos, se contemplaban básicamente cuestiones vinculadas con las garantías reales, o con si se atrasaba o no, en los pagos cada crédito. La supervisión no se había adecuado a lo que exigía un proceso de liberalización y de mayor regulación del sistema financiero chileno.

d. Los depositantes chilenos creían que tenían garantía total sobre sus depósitos, a pesar de que no había una garantía explícita sobre los depósitos del sistema. ¿Por qué? Porque en 1977 habían sido suspendidas algunas entidades y el gobierno procedió a pagar absolutamente todas las deudas de estas entidades, a sus acreedores. Al haber garantía implícita, no discriminaban entre entidades, y al no hacerlo, se dieron los fenómenos de riesgo moral y de selección adversa, que son tan comunes cuando hay garantía del 100% sobre los depósitos.

¿Qué pasó con la crisis del sistema financiero chileno?

Para tener una idea rápida del impacto, el total de los créditos irregulares del sistema saltó del 2,3% del total de la cartera en 1981, al

8% en 1982, al 18% en 1983, y como la Superintendencia chilena permitió reflejar en el patrimonio los créditos malos, sólo en 1986 se alcanzó el máximo de irregularidad de cartera, o se reflejó completamente la magnitud del problema, cuando los créditos irregulares alcanzaron el 35% del total de los créditos y el 150% del patrimonio neto consolidado del sistema financiero chileno.

El sistema estaba quebrado completamente y como los depositantes chilenos también se daban cuenta de eso, así como los acreedores del exterior de los bancos chilenos, indudablemente el gobierno se vio enfrentado a la opción de salvar el sistema y asumir el costo fiscal que ello implicaba, o dejarlo caer. Optó entonces por el primer camino, comenzando a intervenir bancos; intervino once entidades entre 1981 y 1982, y ocho más en 1983. Una vez que lo hizo –prácticamente intervino todas las entidades nacionales– debía adoptar algún mecanismo para poder devolverle la solvencia a esas entidades y que pudieran seguir sobreviviendo.

Los mecanismos para ello fueron:

1. Reducción y reestructuración general de la deuda, de los deudores del sistema financiero, porque las altas tasas de interés y la devaluación los había convertido en malos deudores.

2. Compra masiva de cartera riesgosa de los bancos que la mantuvo en el Banco Central, para permitir que el sistema financiero sobreviviera.

3. Recapitalización de las entidades del sistema financiero y puesta en marcha del capitalismo popular. Vendió aquellas entidades intervenidas a la gente, financiándole a muy largo plazo y en condiciones absolutamente blandas, la compra de las acciones.

4. Cambio de los mecanismos de supervisión, poniendo en marcha regulaciones prudenciales adecuadas.

Esto fue lo que pasó en Chile; si Argentina tuviera que pasar lo mismo, el programa argentino no podría resistirlo porque el Banco Central ha agotado las posibilidades de asistir financieramente al sistema financiero porque la situación fiscal no es la misma que tenía Chile en el momento de la crisis. Aun en el año 1980-1981 seguía exhibiendo superávit del sector público del 4% al 5% del producto. Argentina cayó de un superávit de un poco más del 1% del producto en 1993, a equilibrio completo en 1994, con un déficit de mil doscientos millones de dólares en la segunda parte de 1994, y por otro lado el principal problema que tiene Argentina para manejar su situación económica es que los argentinos actuamos como extranjeros en nuestro propio país cuando se trata de nuestro patrimonio financiero.

Argentina tuvo una gran ventaja respecto de Chile, y es que el proceso de inestabilidad la obligó a ahorrar en el exterior. El Banco Mundial calcula que las acreencias de los argentinos en el exterior sumaban cincuenta y un mil millones de dólares a fines de 1991. Las acreencias de los chilenos en el exterior, en 1976, no existían, eran solamente deudas. Estoy hablando de patrimonio neto. Por lo tanto, la gran expansión de la economía argentina en estos últimos tres años se debió en parte a la repatriación de esos capitales y en parte también al mayor financiamiento externo que obtuvo. Eso aparentemente le daría una cierta línea de defensa respecto de los *shocks* internacionales que se pudieran producir. Cualquiera diría que tratándose de repatriación de capitales, sería difícil que volvieran a huir. Sin embargo, el argentino es aún más adverso al riesgo, tratándose de activos financieros sobre la Argentina, que el propio extranjero.

Por lo tanto, lo que es una ventaja en términos de financiamiento, es una gran desventaja respecto de expectativa, ya que el principal problema que tienen que resolver hoy quienes conducen la economía argentina, es que no pueden tomar ninguna decisión que sea mal interpretada por los propios argentinos, porque inmediatamente sacan sus depósitos del sistema financiero, venden sus activos financieros y provocan una crisis que no podría ser soportada por el Banco Central o por el fisco.

Si en la Argentina el gobierno decidiera ayudar a los deudores del sistema financiero, para ayudar al sistema financiero, debilitaría la confianza, y ello probablemente significaría el programa de convertibilidad. Esas son las restricciones y el problema.

DIFERENCIAS ENTRE EL CASO CHILENO Y EL ARGENTINO

1. Argentina ha progresado en la política de supervisión. Lo que en Chile se hizo después de la crisis, en Argentina se hace desde 1993.

2. En Argentina, la política de encajes, a pesar de que son muy altos, ha resultado muy útil para enfrentar la crisis. En Argentina los encajes estaban algo menos del 40% sobre las cuentas a la vista y en el 3% sobre los depósitos a plazo, pero los bancos no pueden tomar depósitos a plazo por menos de 30 días. La posibilidad, la disposición de esos encajes permitió que el sistema argentino pudiera captar alrededor de dos mil millones de dólares para financiar esta corrida de capital, sin tener que afectar el crédito directamente.

3. El fenómeno de las carteras vinculadas que existió en Chile en aquella época, no existe en la Argentina porque todas las regulaciones prudenciales ya vienen de dos y tres años atrás.

4. En Argentina hay una capitalización del sistema muy por encima de los parámetros internacionales. A partir del 1o. de enero de 1995 después de un proceso de adecuación, la relación capital-activos totales tenía que sumar el 11% cuando en los parámetros internacionales suma el 8,5%

5. En la Argentina no hay la garantía implícita que había en Chile. Hasta hace dos semanas atrás no había garantía de los depósitos, pero tampoco había la garantía implícita porque al ser una economía bimonetaria, todos los depositantes tienen claro que el Banco Central de Argentina todavía no ha encontrado la manera de imprimir y emitir dólares y, por lo tanto, no podía claramente decir que iba a devolver todos los

depósitos en dólares que hay en el sistema. Hoy los depósitos en dólares representan más del 60% del total de los depósitos del sistema.

Sin embargo, yo creo que la principal diferencia por la cual uno pueda tener esperanza que esto se pueda superar en el marco del programa, es porque hasta ahora el problema de la banca argentina no ha sido de solvencia, sino de liquidez. En Chile fue un problema de solvencia; la devaluación y las altas tasas de interés redujeron drásticamente la calidad de sus carteras crediticias y provocaron la descapitalización. En Argentina han caído los depósitos en ocho mil, nueve mil millones de dólares. Los niveles de solvencia se han deteriorado, pero en ningún caso han llegado a los niveles mínimos necesarios para que las entidades sigan funcionando.

Esto hizo que los bancos usaran instrumentos diferentes. En Chile tuvo que transferirse recursos al sistema y a sus deudores para salvar a la banca; en Argentina solamente se ha transferido liquidez. Una diferencia es que en Chile el Banco Central compró la cartera mala de las entidades y en Argentina el Banco Central compró para asistirlo financieramente, la mejor cartera que tenían las entidades, dejando en las entidades la cartera mala.

Hay otras diferencias que ameritan pensar que esto se puede llegar a superar:

La magnitud del *shock* es diferente. Las tasas de interés a principios del 80 llegaron a ser el 19% en dólares en el mercado internacional, hoy no han subido demasiado. Los términos de intercambio de Argentina están mejorando como consecuencia de la debilidad del dólar, en Chile gran parte de la crisis se debió a la caída del precio del cobre.

Argentina ha conseguido no modificar las reglas del juego hasta ahora; no ha devaluado, no ha restringido la convertibilidad, no ha cerrado su mercado de bienes ni su mercado de capitales. No ha hecho prácticamente nada que permita pensar que va a cambiar el programa, tal como sucedió en Chile a comienzos de la década del 80. Si cambiara el programa, generaría la corrida.

Argentina ha podido evitar que sigan cayendo los depósitos, después de conseguir ayuda financiera del FMI; de poner en marcha dos fondos fiduciarios, que permitirían ayudar al sistema financiero a su reestructuración, y a absorber las 40 entidades que hoy están en peligro por parte de otras entidades que no tienen tanto peligro.

Sin embargo, queda un peligro que no podemos determinar en su verdadera magnitud y que es la verdadera espada de Damocles, es el verdadero talón de Aquiles del programa argentino y es que si prosigue la evolución desfavorable de los mercados internacionales de capital, y Argentina no consigue mejorar sustancialmente sus cuentas fiscales y sus cuentas fundamentales de la economía, va a tener que proceder a una reestructuración amplia de sus sistemas financieros, en el marco de una situación macroeconómica que va a pasar por el estancamiento en el mejor de los casos, o por una eventual recesión.

CONCLUSION

Hay fuertes diferencias entre las dos experiencias que ameritan pensar que en el caso argentino hay posibilidades de superar el problema, sin tirar por la borda la convertibilidad. Sin embargo, los deberes son cuantiosos y el ajuste va a tener que ser muy fuerte. Esto implica riesgos que nadie sabe si van a poder ser soportados sin cambiar absolutamente nada.

PREGUNTAS

Gullherme da Nobrega

Me resta plantear un punto que no se ha tocado, que me interesa y que fue abordado con un poco más de detalles en el caso brasileño: El caso de los bancos oficiales que en Brasil representan cerca de un tercio de los depósitos existentes del sistema y que está con los bancos oficiales que son bancos muy grandes; figurando entre los cinco mayores del país, hay tres estatales o federales. El sistema financiero brasileño no va a pasar por reformas importantes, antes de que se resuelvan los problemas con los bancos oficiales.

Yo le preguntaría a Mario: ¿Cómo se encierra el problema de bancos estatales, provincial en el caso argentino, en una reestructuración del sistema a partir de ahora?

Mario Vicens

Efectivamente es un problema muy serio. En Argentina los dos principales bancos son el Banco de la Nación Argentina y el Banco de la Provincia de Buenos Aires. El primero es de propiedad nacional y el segundo es de propiedad provincial. El resto de los bancos provinciales se reparte más o menos aleatoriamente en el resto del *ranking*, pero hay algunos que tienen una dimensión significativa. De los bancos provinciales y con alguna excepción que en este momento no podría precisar,

solamente el Banco de la Nación Argentina y el Banco de la Provincia de Buenos Aires están en condiciones de sobrevivir en las actuales circunstancias.

¿Qué quiero decir con esto? Que el resto de la banca provincial va a tener que proceder a un proceso de ajuste y de recapitalización, que tal como están las finanzas de la mayoría de las provincias en Argentina, no puede ser hecho sino a través de la privatización de los bancos. Esto es un proceso tremendo porque se cae uno de los últimos bastiones del pasado económico en la Argentina. Se ha desregulado, se ha liberado, se ha abierto la economía. Hoy la mayoría de los sectores económicos tiene que trabajar sobre bases de competencia de mercado, excepto en el caso de los bancos públicos provinciales y algún otro sector que está todavía protegido.

¿Por qué esto ha sido así? Porque las provincias han podido tomar ventaja de dos fenómenos que sucedieron en el proceso de estabilización:

1. La enorme recuperación de la recaudación tributaria, que en gran parte es compartida por la nación con las provincias.

2. Por el proceso de remonetización que mencioné antes, que permitió a los bancos públicos provinciales aumentar su base de depósitos.

Tomando ventaja de esas dos cosas, las provincias aumentaron fuertemente el gasto público y no pusieron en práctica ningún esquema de ajuste. En gran medida esto es un seguro de desempleo, implícito a través del gasto público. Hoy tenemos la confluencia de los dos problemas sobre la banca provincial. Hay caída de depósitos y las provincias están en crisis porque parte del último ajuste fiscal, que permitió recuperar algo de la confianza en la economía argentina, ha pasado, porque todo el aumento de impuestos no sea transferible y por lo tanto, no esté disponible para las provincias. Esto va a llevar a que las provincias tengan que bajar sus gastos y no puedan capitalizar sus bancos, lo que necesariamente va a tener que ser hecho por el sector privado. Este es un proceso muy difícil y políticamente muy complicado, en particular, en

un año donde hay elecciones de presidente de la nación, de senadores, de diputados y de gobernadores provinciales.

Si de esta prueba sale bien Argentina, creo que va a equivaler a lo que el cambio de gobierno equivalió en Chile. El cambio de gobierno de la dictadura militar a la administración democrática, sin cambio sustancial en las reglas de juego, ni en el contenido de la política económica, demostró ante los ojos del mundo que Chile era confiable respecto de las reglas de juego que había anunciado.

Si Argentina logra transitar este año, con todos los problemas a los que se está enfrentando: Deterioro de las fuentes de financiamiento externo, crisis regional por el *shock* de México, elecciones presidenciales y estructurales, crisis de depósitos del sistema financiero, reestructuración, estancamiento y no cambia las reglas de juego, va a querer decir que efectivamente las reglas de juego en Argentina son confiables y esto puede llegar a ser la llave de una rápida recuperación en el año que viene y en los próximos. Ese es el desafío y obviamente sería muy bueno tener el final de la historia, porque las oportunidades que hay hoy de invertir en Argentina son indudablemente inmejorables.

EL FINANCIAMIENTO EXTERNO Y
LAS ECONOMIAS
LATINOAMERICANAS

Guilherme da Nobrega
MCM Consultores Associados, Brasil

LOS PLANES DE ESTABILIZACION

En Brasil los planes de estabilización están basados en lo que nosotros llamamos un ancla cambiaria, en el establecimiento de una tasa de cambio más o menos fija como instrumento de estabilización. Pensamos que los problemas que sucedieron en Brasil, Argentina y México en los años setenta y ochenta, a nivel de inflación, fueron problemas de pérdida de credibilidad del gobierno y de sus bancos centrales, debido a políticas que no lograron mantener la inflación baja o los precios estables. Para combatirlo, recurrieron en algún momento al arreglo de la tasa de cambio que diera la impresión a los agentes económicos, de que tener *holdings* en moneda nacional les daba un riesgo muy pequeño comparándolo con moneda extranjera, en particular el dólar.

En el caso de Brasil, a lo largo de los años ochenta se consolidó fuertemente un sistema de indexación de precios, sueldos, demandas salariales, y mercado financiero. La inflación del mes cero, provee un piso para la inflación del mes siguiente. Eso pasó en Brasil y afectó el sistema financiero porque la deuda pública en moneda local tenía cláusulas de indexación de la inflación pasada.

Con el desarrollo del sistema de indexación, la gente tuvo acceso a cuentas con remuneración como las *Money Market Accounts*. Lo que sucedía era que uno tenía muy poco dinero en su cuenta corriente y

mucho en la Money Market Account, que son las creadas por deuda pública. Cuando se hacía un pago a otra persona se transfería el dinero de la Money Market Account a la cuenta corriente y la otra persona lo colocaba en su Money Market, de nuevo. Los pagos en economía están hechos por cambios de titularidad de deuda pública y como la deuda pública también se veía indexada a la tasa de inflación pasada, ahí se completa el proceso de indexación. La deuda pública se utiliza como forma de pago diario en la economía, y el *stock* de monedas, en cierta forma, también se vuelve indexado a la inflación.

Eso reduce dramáticamente la capacidad del banco central de conducir políticas monetarias de estabilización porque la mayor parte del *stock* de moneda tiene una trayectoria de crecimiento que es endógena, que no depende de lo que hace el gobierno o el banco central. Es un problema de indexación. En Brasil, Argentina y en cierta forma también en México, se trató de combatir con un arreglo centrado en la tasa de cambio.

En el caso brasileño lo que se imaginaba era que la tasa de cambio se tuviera en términos nominales, fijas respecto del dólar estadounidense, porque sería un parámetro de precio estable para la economía. Si se tiene una referencia estable y los precios cambian, más o menos todos los días, lo que pasa es que el efecto sobre el precio relativo es muy pequeño cuando se estabiliza la economía, que era el problema que teníamos con planes de estabilización anteriores.

La estrategia basada en el ancla cambiaria tiene la importancia de ordenar precios, en primer lugar. En segundo término, posee el efecto, si se combina con la apertura de la economía, de imponerles disciplina a los precios domésticos, en los sectores donde hay comercio con el exterior. Cuando se estabiliza la tasa de cambio, sigue con alguna fuerza la inflación interna. Lo que pasó en Brasil, y en cierta forma en Argentina y en Méjico, es una tendencia de apreciación del tipo de cambio de la moneda local, mientras se consolida la estabilización.

Los planes de ancla cambiaria, que se recomiendan a economías con problemas de indexación o de credibilidad muy graves, buscan la capacidad de lograr políticas monetarias activas por parte del banco

central. La política tiene el defecto más importante de producir una conexión muy fuerte entre equilibrio fiscal y solvencia externa. En el caso de Argentina, con el régimen de tasa de cambio fija, se quita al banco central casi totalmente la capacidad de conducir políticas monetarias y de acomodar déficit fiscales. La conexión se hace, por lo tanto, con la solvencia externa, y el gobierno para endeudarse debe poner deuda voluntaria afuera del banco central, ya sea a nivel interno o a nivel externo.

El problema con la solvencia externa es que la necesidad de colocación de deuda afuera del país aumenta cuando crezca el déficit fiscal y viceversa. Cuanto menor deuda se pone, en mejores condiciones se basa. Ahí comienza la conexión entre la situación fiscal y la situación externa. Cuando se tiene menos exigencia de colocar deuda afuera del país, también se vuelve menos importante la necesidad de generar superávit comerciales en la balanza comercial. Si se requiere generar menos superávit fiscal, se fortalece otra vez el ancla cambiaria cuando disminuye la presión por una devaluación del tipo de cambio. Si el gobierno gasta menos, o si tiene un superávit fiscal, eso favorece para que se reduzca la absorción doméstica y, por lo tanto, contribuye para que se reduzca el nivel de actividad y que exista menos presión sobre los precios internos. Con menos presión sobre los precios domésticos, el diferencial, o sea la apreciación real del tipo de cambio, es menor también, y fortalece de nuevo el sistema basado en la tasa de cambio.

Lo que se necesita cuando se busca un programa de estabilización basado fuertemente en la tasa de cambio es austeridad fiscal y capacidad de financiamiento externo de déficit de cuenta corriente, que aparece por lo menos en los primeros años del programa. Cuanto más austero es el gobierno, menor es la necesidad de financiamiento externo. Pasa exactamente lo contrario cuando se restringen las condiciones de financiamiento externo o cuando se deteriora la situación fiscal del gobierno.

Esos son los problemas que afectan hoy día a Brasil, Argentina, y a México en particular. Lo que se espera es que para este y para los próximos años se inicie un ciclo en el que la capacidad de endeudamiento externo

se reduzca, comparativamente con los últimos tres a cuatro años. Lo que se requiere para que se mantenga la estabilidad es un esfuerzo fiscal todavía más fuerte.

Brasil había empezado un programa de estabilización con este tipo de proyección. Lo inició en julio del año pasado, con el cambio de nombre de la moneda y una regla para la política cambiaria. Lo que pasó a lo largo del segundo semestre del año fue que hubo una apreciación real de la moneda local, que se llama real también, todavía más fuerte de lo que se imaginaba. Se empezó a la par uno con uno con el dólar estadounidense y llegó a alcanzar 83 centavos por dólar y ahora se ubicó en 90 centavos por dólar.

Brasil fue el último en empezar un programa de este tipo, justo cuando terminaba el ciclo de fuerte ingreso de capitales por el efecto de alza de la tasa de interés en los Estados Unidos y por el efecto de crisis de una cierta anticipación de dificultades que podían surgir en los países que ya estaban más adelantados con el programa. La situación se volvió crítica a partir de los problemas de México en diciembre.

¿Cuál es el efecto de eso en Brasil? En Brasil todavía no existía, cuando empezó la crisis en México, un consenso muy fuerte en la sociedad acerca del beneficio de tener un programa de estabilización basado en la tasa de cambio, por varios motivos: Uno, por la presión de un sector exportador muy fuerte que existe en el país; otro, porque no se conseguía aprobar en el Congreso reformas fiscales que son necesarias en la ecuación de estabilización de este tipo. Entonces no había un fuerte consenso de que se podía hacer. Cuando empieza la crisis, se torna más débil la posición de los que defienden la estabilización centrada en la tasa de cambio. En Brasil, como en otros países latinoamericanos, se va a tener que recurrir de manera menos fuerte, o contar con menos recursos externos, ya sea para financiar el crecimiento de la economía, o bien para ayudar a la estabilización.

La manera como esto va a afectar la economía brasileña, será en la inflación. El plan real, que empezó en julio del año pasado, provocó un crecimiento muy fuerte de las rentas reales, los sueldos reales, lo cual

produjo un aumento apreciable en la demanda por consumo, que se evidenció durante el segundo semestre del año pasado y que aún se sigue registrando. El nivel de actividad en Brasil estaba a principios de este año 15% por encima del mismo período del año pasado, y podría crecer 7%-8% este año de continuar el nivel de actividad actual.

Eso se debe al aumento de sueldos reales aparejado con la baja de la inflación de un 50% mensual a un 2% mensual y con mejor capacidad de previsión sobre inflación; volvió también el crédito de consumo, que es poco común en Brasil, causa de su economía con inflación muy elevada. La gente pudo comprar y hubo más plata con que hacerlo. Eso provocó un aumento muy fuerte. ¿Por qué no se pasó a inflación como había sucedido con otros planes? Por la participación de productos importados. Como en otros planes no había una apreciación tan fuerte en la tasa de cambio ni había una gran preocupación de apertura de la economía, esta vez la participación de importados en la canasta de consumo del brasileño, en el período de Navidad por ejemplo, fue algo inédito.

Lo que hay que hacer ahora en Brasil es que con más pequeña capacidad de endeudamiento externo para mantener la estabilización, hay que efectuar reformas fiscales y reducir el nivel de actividad. Para llevar a cabo dichas reformas fiscales puedo comentar que Brasil es un país con un Congreso y con unos intereses muy complicados de equilibrar y por ello la tarea será lenta. Lo que sigue ahora es reducir el nivel de actividad en el sector privado. Con política monetaria no se puede lograr esto en el Brasil, donde ya las tasas de interés son muy fuertes y al comprador no le importa qué tasa de interés paga cuando compra a crédito; lo que le interesa es que lo cancela en doce meses y que esto cabe en su sueldo mensual.

En Brasil como no había casi crédito el efecto es más fuerte. Es muy complicado hacerlo por política monetaria porque ahí existe otro inconveniente que es el de los bancos. Son problemas de ciertos sectores de la economía que salen muy afectados por cambios radicales en consumo de la política monetaria. Por política fiscal tampoco se puede realizar a corto plazo, porque no hay instrumentos y el efecto demora en llegar. La variable que reequilibra todo es la tasa de inflación, pues ésta

no ha subido muy fuertemente en los últimos nueve meses. Hubo un desequilibrio muy enérgico que provocó déficit comerciales desde noviembre y que ha alcanzado mil millones de dólares en febrero y prácticamente en marzo también. La manera de resolverlo fue la inflación: Sube la inflación, se reducen los salarios reales y disminuye la demanda por consumo. Si la inflación está acompañada por alguna indexación de la tasa de cambio a la inflación, o sea que si se abandona parcial o totalmente el ancla cambiaria, otra vez se interrumpe la apreciación de la tasa de cambio y eso ayuda a que se reduzca así mismo el nivel de importaciones, que también se reduce por la baja del nivel de actividad y de la capacidad de consumo.

Es la manera más sencilla de arreglar todo en Brasil en este momento; vamos a tener un poco más de inflación y se dejará para los próximos años la tarea de estabilización duradera. Esta dependerá de la capacidad para generar ahorro doméstico, bien sea en el sector privado o en el sector público que debe gastar menos, o con ahorro externo cuando vuelva. Sin ello, no se podrá proceder a la estabilización de la deuda en Brasil.

La inflación en Brasil vuelve de una manera gradual. Ahora está como en el 2% al mes y deberíamos estar en 1995 en un 35%-40% de inflación al año. Cuando empezó el programa a finales del año pasado, calculamos una inflación para 1995 del 20%; ahora nos imaginamos 35% ó 40%, que es muy bajo nivel en términos brasileños. Brasil sabe vivir con una inflación de ese porcentaje al mes. No deja de ser un problema porque la cultura de indexación a la inflación pasada es muy fuerte y seguro que la inflación que ocurra en 1995 servirá como piso para la inflación de 1996.

Vamos a tener en 1996 una inflación del 40% ó 50% con menos ingresos de capitales externos en los dos períodos. Eso significa que Brasil no entró abiertamente en el programa de estabilización, al cual estaba entrando. Uno de los pilares del plan ya no existe, que era el ingreso de capitales externos. Va a tener que seguir de forma más gradual. Pero el aspecto positivo es que tampoco habrá problemas muy graves porque, de hecho, no existe en Brasil todavía un *stock* muy grande de deuda externa privada, no había crecido tanto, así que el peso del servicio de deuda o los pagos externos todavía están en niveles administrables.

Tampoco se ven problemas de balanza de pagos este año por el concurso de la inflación. Al gobierno le interesa conservar la balanza de pagos en un nivel razonable porque muchas veces se convierte en un problema de inflación; mantener el equilibrio en la balanza de pagos es prioritario, así ello signifique convivir con una inflación más alta.

Esta decisión ya se está reflejando en el comportamiento de algunas variables macroeconómicas, por ejemplo, la inflación, que en los últimos nueve meses venía impulsada solamente por algunos artículos de consumo, con variaciones muy fuertes, y los alquileres de residencias. Ahora las alzas de precios son más generalizadas, y este es justamente el principio de la inflación inercial brasilera; viene, va, sube lentamente.

Para el mercado financiero nosotros somos consultores, no somos mercado financiero, pero nuestros clientes están en el mercado financiero. Cardozo daría una prueba de coraje si vendiera dos o tres empresas estatales, privatizara como cuatro o cinco bancos oficiales para empezar. Así parecían las expectativas: Todo iba a cambiar muy rápidamente. Si las expectativas del mercado financiero eran de cien, nosotros imaginábamos cincuenta y realmente tenemos treinta. Todo se hizo lentamente, pero no hay tanto riesgo desde el punto de vista político, o desde el punto de vista de que se revierta lo que ya se consiguió hasta ahora. Se va a caminar en forma más lenta, pero todo muy bien negociado con el sistema político. Así que los cambios que se van a hacer en reformas que logren un equilibrio fiscal o que permitan que se conduzca a política monetaria, van a ser cambios lentos, pero se espera que duren. Es muy difícil que se hagan cambios radicales como los necesita Brasil, sin que el país entre en una crisis muy fuerte.

Eso lo decimos cuando nos comparamos con Argentina, que vio el precipicio y empezó este año a hacer cambios impresionantes desde el punto de vista fiscal. Existe consenso social sobre la necesidad de mantener la convertibilidad. En Brasil no hay consenso, tampoco la crisis es tan fuerte. El Brasil de hoy ha mejorado pero es muy parecido al de hace dos años. Creció el 5,7% el año pasado, tiene *stock* de reservas en dólares considerable, hay espacio para conducir las cosas sin que se vea el precipicio. Por eso los cambios van a ser más lentos también; el sistema político no percibe los riesgos, y no ve problemas muy grandes.

Alejandro Reynoso
*Banco de Méjico, Méjico**

* Banco de Méjico. Las opiniones contenidas en este documento corresponden al autor y no necesariamente reflejan los puntos de vista de la institución.

La rapidez y la profundidad de la crisis del peso han provocado un intenso debate académico. Este se ha dado no sólo sobre la forma en que los ataques especulativos se presentan, sino también sobre la selección de un régimen de política monetaria adecuado y de instituciones económicas acordes con el propósito de garantizar una razonable estabilidad en las variables nominales y así apoyar el crecimiento económico.

Esta breve plática tiene como propósito presentar algunas reflexiones sobre el diseño de la política monetaria en un contexto en el que existe una elevada y creciente integración de los mercados financieros internacionales, y en los que la composición de los correspondientes flujos de capitales responde cada vez más a decisiones descentralizadas de un gran número de inversionistas. Con tal propósito quisiera empezar por hacer una rápida revisión del marco conceptual en el que se ubica esta discusión, para después incorporar algunos comentarios específicos a la experiencia mexicana de los últimos meses.

MARCO CONCEPTUAL

En términos de su relevancia para evaluar la crisis financiera en los mercados emergentes, las observaciones que surgen del debate

académico pueden clasificarse en dos grupos. En primer lugar, el análisis sobre los factores que determinan la capacidad de las autoridades para procurar, de manera sostenible, la estabilidad cambiaria y de precios, y en segundo lugar, el estudio de las diferencias que se observan en la reacción de las economías tras las devaluaciones en países desarrollados, y en situaciones como la de Méjico.

A. *Instrumentación de la política monetaria en economías pequeñas en un contexto de amplia movilidad internacional de capitales*

Prácticamente sin distinción, las autoridades financieras de los países tienen como objetivo procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, visto esto no como un fin en sí mismo, sino como una importante condición para apoyar el desarrollo económico. De hecho, en la medida en que sean exitosos en este propósito, no sólo se logra combatir la especulación, sino que es posible crear un clima de certeza en el que los agentes económicos tomen mejores decisiones de consumo, ahorro e inversión.

Para la consecución de este objetivo, ciertamente resulta deseable contar con un marco macroeconómico caracterizado por un tipo de cambio estable y tasas de interés cuyo nivel no se vea adversamente afectado por excesivas primas de riesgo derivadas de la incertidumbre cambiaria y de inflación. Sin embargo, en la práctica, no resulta fácil garantizar la estabilidad de estas variables ante la creciente internacionalización del gran público inversionista y el cambio tecnológico, la cual crea condiciones en las que grandes montos de recursos pueden moverse de un país a otro en lapsos sumamente breves.

Por esta razón, las autoridades han venido tratando de encontrar mecanismos a través de los cuales la política monetaria, y consecuentemente la cambiaria, tengan mayor flexibilidad para absorber con rapidez los cambios que ocurran en los mercados de divisas y de dinero. Desafortunadamente, aun contando con márgenes de acción razonables, la capacidad de los instrumentos que tienen las autoridades se ha visto en ocasiones rebasada por la combinación de eventos desfavorables –no siempre de naturaleza económica– que inciden sobre

la confianza de los inversionistas, y por la elevada integración de los mercados financieros mundiales. Por lo anterior, tanto la discusión teórica y su aplicación en la modernización de las instituciones financieras, ha venido concentrándose en la búsqueda de fórmulas mediante las cuales pueda ir perfeccionándose el diseño y la aplicación de la política monetaria, a fin de que pueda lograr sus objetivos de estabilidad en las nuevas circunstancias de la economía mundial. A fin de tener una visión más amplia sobre las implicaciones de este tema, vale la pena hacer un breve recuento de las principales ideas que se han planteado en los últimos años.

A fines de los años setenta, surge una interesante literatura sobre los ataques especulativos que condujo la discusión hacia la forma en que una política de expansión del déficit fiscal o el crecimiento autónomo del crédito interno podrían tener sobre el momento y sobre la magnitud de las crisis financieras, partiendo de modelos caracterizados por una paridad fija o en todo caso de un ritmo predeterminado de deslizamiento¹. Estos trabajos señalaban que en la medida en que se tuviesen déficit persistentes y de una magnitud superior a la que pudiera ser financiada sin crédito primario del banco central, las crisis cambiarias eran fenómenos esencialmente inevitables y cuya ocurrencia se daría una vez que el nivel de la base monetaria rebasara la capacidad de las reservas internacionales para «respaldarla». A pesar de la importancia de estos primeros análisis, no permiten responder por qué pueden darse situaciones en las que con finanzas públicas equilibradas y con una política monetaria disciplinada, se presentan ataques especulativos tan serios como los que ocurren cuando hay déficit fiscales importantes.

¹ Blanco, Herminio and Peter M. Garber (1986), «Recurrent Devaluation and Speculative Attacks on the Mexican Peso», *Journal of Political Economy* 94, pp. 148-146.

Cumby, Robert E. and Sweder van Wijnbergen (1989), «Financial Policy and Speculative Runs with a Crawling Peg: Argentina 1979-1981» *Journal of International Economics* 27, pp. 111-127.

Krugman, Paul (1979), «A Model of Balance of Payment Crises» *Journal of Money, Credit and Banking* 11, pp. 311-325.

Años después, con el uso más generalizado de un sistema de bandas cambiarias, la literatura se reorientó a estudiar la interacción entre la credibilidad que el público concediera a la política monetaria, y la correspondiente a la sostenibilidad del régimen cambiario². Los resultados fueron sin duda interesantes, no sólo por el hecho de incorporar técnicas matemáticas más refinadas, sino porque llamaron la atención sobre los efectos estabilizadores de los límites de intervención creíbles. Destaca la noción de que, aun antes de tocar dichos límites, el tipo de cambio mostraría una menor volatilidad dentro de la banda de la que se observaría en dicho rango de haberse permitido una libre flotación. Más aún, a medida que el tipo de cambio se aproximara a los extremos, las tasas de interés tenderían a disminuir. Probablemente, la aportación más importante de esta literatura tiene que ver con el papel que juega la credibilidad que el público dé a las acciones de las autoridades en el comportamiento de las principales variables nominales de la economía. Sin embargo, a pesar del avance que esto significa, estos estudios dejaron sin responder cuáles son los factores que inciden sobre la propia credibilidad de la política monetaria, y por ende cuál es la forma en que las autoridades deben actuar para ser más eficaces en la estabilización de los precios y del tipo de cambio.

De hecho, no es sino recientemente que la discusión se ha iniciado en esta dirección, tomando como referencia en buena medida, los hechos estilizados de las dos crisis más notables de los últimos años: Las devaluaciones de la libra esterlina y del peso mejicano. Para ello el énfasis se está poniendo, más que en el análisis de tendencias de tipo fiscales monetarias, o de referencias a la paridad del poder de compra para determinar si el tipo de cambio real está sobre o subvaluado, en los mecanismos institucionales a través de los cuales opera la política económica.

Análisis preliminares respecto de los factores que gobiernan la dinámica de ataques especulativos cuando las variables fundamentales

² Domínguez, Kathryn M. and Peter B. Kenen (1992), «Intramarginal Intervention and the Target-Zone Model of Exchange Rate Behavior» *European Economic Review* 36, pp. 1523-1532.

de la economía están en equilibrio, dan un papel importante a tres factores³: En primer lugar a eventuales choques exógenos –por ejemplo, de carácter político– que puedan deteriorar las expectativas del público; en segundo lugar a las expectativas que el público tenga sobre el comportamiento de la política monetaria, más que sobre el desempeño de la política monetaria en sí misma; y, en tercer lugar, a los instrumentos y márgenes de acción con que las autoridades cuenten para responder a expectativas desfavorables. Por ejemplo, se afirma que la dinámica de las reacciones del público en procesos que conducen a crisis financieras depende mucho menos de la «función de reacción» que hayan seguido las autoridades monetarias y fiscales en tiempos normales, que de lo que predominantemente el público considere habría de ser la reacción de las autoridades en momentos de especulación más intensa.

Así, de acuerdo con este enfoque, no es suficiente que las autoridades sigan una política monetaria y fiscal restrictiva la mayor parte del tiempo, como sería esterilizar las entradas de capitales, vigilar cuidadosamente la evolución de los agregados monetarios de acuerdo con el comportamiento de la demanda por dinero y contar con un superávit presupuestal, si el público considera, por ejemplo, que la voluntad del banco central para controlar el comportamiento de la cantidad de dinero no será la misma una vez que éste se viera forzado a intervenir en el mercado de cambios para defender la cotización de la moneda local. De hecho, de acuerdo con esta línea de argumentación, bastaría con que los participantes piensen que las autoridades relajaran su política monetaria o fiscal, aun si éste no es el caso, para que se genere un ataque especulativo.

El otro aspecto sobre el que se llama la atención, es el papel que juega la percepción del público sobre la forma en que las autoridades monetarias operan en los mercados financieros. Por ejemplo, los bancos

³ Klein, Michael W. and Nancy P. Maion (1994), «Explaining the Duration of Exchange Rate Pegs», *National Bureau of Economic Research Working Paper No. 4651*.

Portes, Richard (1993), «EMS and EMU After the Fall», *The World Economy* 19, pp. 1-16.

centrales pueden influir sobre el comportamiento de los niveles de crédito ya sea a través de establecer límites específicos al acceso que las instituciones de crédito tengan a las ventanillas de descuento, o bien mediante el ajuste de las tasas de interés a las cuales las instituciones financieras disponen de crédito primario. Aunque en principio ambas opciones resultan esencialmente equivalentes, la similitud se vuelve menos obvia en épocas de especulación. De hecho, se esperaría que en tales circunstancias las tasas de interés a las que el instituto central presta a las entidades financieras tendrán que incrementarse muy rápidamente y a niveles extraordinariamente elevados, situación que en la práctica es difícil de instrumentar. Más aún, toda vez que el mecanismo de transmisión de la política monetaria a través de tasas de interés tiende a ser más lento, la dificultad para controlar de manera inmediata los agregados monetarios podría traducirse, de hecho, en una de esterilización parcial de las salidas de capitales, con el consiguiente efecto sobre la percepción del público, y por ende sobre la dinámica de variables tales como el tipo de cambio.

En síntesis, la estrecha interrelación que existe entre el comportamiento estratégico de los bancos centrales y la forma en que el público reacciona, incide de manera determinante en la capacidad que se tenga para propiciar la estabilidad de precios, del tipo de cambio y las tasas de interés.

Ahora bien, para cerrar el círculo sobre la interrelación de la política monetaria y su entorno institucional, los nuevos enfoques de la teoría de las crisis financieras, sugieren la necesidad de explorar los efectos que pudieran tener las adecuaciones en la definición de una regla monetaria y de su mecánica de operación para inducir la estabilidad cambiaria y de precios. La línea de razonamiento que se sigue para atender este tema tiene que ver con las ventajas que las reglas monetarias tienen sobre la discrecionalidad de la política de crédito. Por un lado, la posibilidad de anticipar las acciones del instituto emisor ofrece grandes ventajas en la medida en que el público pueda beneficiarse de la menor incertidumbre. Así, en la medida en que una política de objetivos de inflación o crédito interno sea creíble, esta logrará su objetivo sin necesidad de recurrir

persistentemente a tasas de interés elevadas que puedan dañar la planta productiva y el empleo. Sin embargo, también es sabido que en la medida en que los bancos centrales no tengan que incurrir en elevados costos para desviarse, al menos temporalmente, de su objetivo monetario, no importará con cuánta vehemencia sea anunciado su programa monetario, pues éste difícilmente será sostenible toda vez que el público se adelantará a las eventuales consecuencias que pudiera tener una política monetaria laxa en el futuro.

Una posible solución a este dilema viene de la perseverancia, y con ello, de la reputación que las autoridades pudieran ir construyendo a través del tiempo respecto de la seriedad de sus propósitos. Desafortunadamente, cuando la autonomía de los bancos centrales es relativamente joven, o cuando el contexto macroeconómico del que se parte es de inestabilidad, la credibilidad de la política monetaria sólo puede afianzarse mediante la adopción de compromisos. El incumplimiento de estos se percibe de manera costoso por parte del público; de hecho, deben funcionar como garantía de la disposición del banco central de cumplir con sus metas. Las modalidades en que puede pensarse son muy variadas. Un ejemplo de esto sería el establecimiento de acuerdos con instituciones financieras internacionales que hagan explícita la regla monetaria, lo cual a su vez podría combinarse con un régimen de intervención sin esterilización en el mercado de cambios, siempre que las autoridades decidan limitar la volatilidad de la paridad.

B. Consecuencias de las devaluaciones en los países en vías de desarrollo

Una segunda área de interés para el diseño de política económica tiene que ver con la importancia de entender cuál es el impacto que las devaluaciones tienen en países latinoamericanos, comparadas con lo que sucede en naciones más desarrolladas.

Conceptualmente, las devaluaciones debieran permitir la reactivación de la economía a través de la promoción de exportaciones y la sustitución de importaciones. Del lado financiero, el sobredisparamiento del tipo de cambio que suele seguir al abandono transitorio de un régimen de tipo

de cambio fijo debería permitir que las expectativas de una apreciación sucesiva de la paridad indujera menores tasas de interés que las prevalecientes antes de la devaluación. Finalmente, los enfoques más refinados de organización industrial y comercio internacional plantean que el efecto inflacionario de las devaluaciones es generalmente menor al del ajuste de la paridad bilateral en sí, en la medida en que los productores de bienes del exterior y los distribuidores en el mercado nacional estén dispuestos a sacrificar márgenes de utilidad, en aras de mantener una fuerte presencia en el mercado interno y atendiendo a los elevados costos de entrada que significa lograr precisamente canales de distribución eficientes.

Ciertamente, la teoría parece explicar razonablemente bien lo que pasa en los países europeos, o en las relaciones comerciales entre Estados Unidos y Japón, aunque no puede decirse lo mismo en casos como los nuestros. Aquí, las devaluaciones suelen acompañarse de una rápida y en ocasiones profunda contracción de la demanda interna, una abrupta elevación de las tasas nominales de interés, y de la inmediata y proporcional reacción de salarios y precios al ajuste cambiario.

Estas diferencias pueden explicarse al menos de dos formas. Una consistiría en pensar que el marco institucional es de tal forma distinto que la forma en que influye la política económica sobre el desempeño de la economía es consecuentemente diferente, y la otra, en la que pudiendo ser esencialmente igual el mecanismo a través del cual actúan las acciones de las autoridades, existieran varios «posibles equilibrios», —es decir, combinaciones de empleo, inflación, tasas de interés, tipo de cambio, etc.—, dependiendo de cuál de los equilibrios resulta, de la situación de las finanzas públicas y de la existencia de contingencias fiscales o cuasifiscales que se materializarán con la propia devaluación.

Probablemente la respuesta implique una combinación de ambas líneas de argumentación. Por un lado, la profundidad de los sistemas financieros entre unas y otras naciones es significativamente distinta. Ello implica que el ahorro financiero tenderá a ser volátil, y la capacidad de financiar contingencias más limitada.

Por otro lado, no es poco común ver que las crisis cambiarias sean acompañadas de dificultades para el sistema bancario o de elevados déficit financieros del gobierno, todo ello como parte de un círculo vicioso que es difícil de atender.

Por ejemplo, si la situación de las instituciones de crédito antes de la devaluación no es lo suficientemente sólida, al ocurrir ésta el público podría percibir la eventualidad de quebrantos que podrían terminar por requerir tarde o temprano la inyección de crédito primario del banco central. En consecuencia, las expectativas de inflación aumentan y con ello las tasas de interés que el mercado requiere para mantener sus ahorros en el sistema financiero nacional. Por su parte, las mayores tasas de interés generan un deterioro en la calidad de la cartera crediticia de los bancos, produciendo efectivamente el quebranto que se esperaba originalmente. El banco central o el gobierno podrían terminar cerrando el círculo vicioso acomodando la contingencia financiera.

Así mismo, la caída en salarios reales que sigue a la depreciación del tipo de cambio contribuye a profundizar el efecto contraccionario de las mayores tasas de interés, así como al inicio de un proceso de ajustes sucesivos en los salarios nominales, lo cual contribuye al restablecimiento de la inercia inflacionaria.

Según estos enfoques, la diferencia en los efectos económicos de las devaluaciones depende en última instancia de la capacidad que tengan las economías para aislar a las finanzas públicas y al sistema financiero de las contingencias que vienen con la mayor inflación. Un ejemplo de ello consiste en contar con esquemas que permitan referenciar créditos y depósitos a unidades de cuenta de valor real constante, contar con un sistema fiscal con estabilizadores automáticos que permitan minimizar los requerimientos de endeudamiento del sector público ante eventuales fluctuaciones cambiarias, o bien en establecer instrumentos de ahorro de largo plazo en los cuales descansa la mayor parte del fondeo fiscal y monetario.

POLITICA MONETARIA PARA LA ESTABILIZACION EN MEJICO

Durante algo más de una década Méjico llevó a cabo un gran esfuerzo de estabilización y cambio estructural. Las finanzas públicas se corrigieron de manera profunda mediante la renegociación de la deuda externa, la privatización de empresas paraestatales, una reforma fiscal que amplió la base de contribuyentes, redujo las tasas y eliminó un importante número de renglones de impuestos. El banco central fue dotado de autonomía para controlar la evolución de su propio crédito, habiendo recibido el mandato constitucional de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda. A nivel estructural, se desreguló un importante número de sectores, se invirtieron cuantiosos recursos en la modernización de infraestructura de comunicaciones y transportes, y se inició un rápido desarrollo de una cultura de calidad total y competitividad a nivel de miles de empresas.

De esta forma se avanzó sustancialmente en la estabilización de la inflación ubicándose ésta en 1994, en el nivel de un dígito por segundo año consecutivo, mientras la participación de las exportaciones mejicanas en los mercados de nuestros principales socios comerciales se incrementó vertiginosamente.

Desafortunadamente, hechos aislados de violencia política interrumpieron el proceso al generar incertidumbre en los mercados financieros, traduciéndose esto último en la devaluación del peso y en una sustancial reducción de los flujos de ahorro externo al país.

Ante la difícil coyuntura económica, las autoridades han puesto en marcha un programa de estabilización cuyo propósito consiste en restablecer la confianza, procurando que la sociedad transite por el proceso de ajuste, sin que por ello se pierda lo alcanzado en los años pasados.

Desde el punto de vista de política monetaria y financiera, se han adoptado importantes medidas, que buscan mejorar la capacidad del instituto central para estabilizar los mercados, para contribuir a fortalecer

a las instituciones de crédito, y hacer más transparente para inversionistas nacionales y extranjeros la forma en que el banco central actúa a fin de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda. En seguida se describen algunas de las acciones más importantes en este sentido.

Primero. El pasado mes de enero, el Banco de Méjico presentó al Congreso de la Unión un programa monetario para 1995, en el cual se hace explícito un límite superior al crecimiento del crédito interno en 10.000 mNp, lo cual implica un crecimiento máximo de este concepto en 18%. Esta cifra se presenta en un marco macroeconómico en el que la inflación prevista para el año asciende a 42%, así como una contracción del PIB en 2%.

Segundo. Para ampliar el rango de instrumentos de que dispone el banco central para controlar, de manera expedita y transparente, la evolución del crédito interno, se establece nuevamente en el país un régimen de encaje a los bancos comerciales. A fin de que la introducción de esta medida no implique por sí misma una contracción indeseada de la base, y con la idea de hacer más sencilla su supervisión y seguimiento, se determinó un encaje mensual promedio de cero, revisable cada dos semanas en fechas desfasadas para los bancos comerciales.

Tercero. El régimen de encajes, por su parte, es un aspecto de un proceso integral de reforzamiento del sistema de pagos, cuyo propósito es el de lograr una reducción de los riesgos inherentes al mismo, buscando una distribución más equitativa entre participantes. Sus principales elementos incluyen el desarrollo de una infraestructura electrónica de uso ampliado; establecimiento de límites a los sobregiros diurnos de los bancos comerciales en sus cuentas corrientes con el Banco de Méjico, instauración de la práctica de entrega contra pago en operaciones con valores gubernamentales y ajustes a las reglas de compensación de documentos de pago en moneda nacional.

Cuarto. Es un hecho que la devaluación del nuevo peso tuvo lugar en un contexto en el que numerosas empresas, incluidas las medianas y pequeñas, presentaban un elevado nivel de endeudamiento, derivado

éste de decisiones de modernización y ampliación de la planta productiva. La abrupta elevación de la inflación, y con ello, de las tasas de interés nominales ha dado lugar a una amortización acelerada de los créditos que rebasa en muchos casos la capacidad de los acreditados de generar los flujos de efectivo necesarios para cumplir con sus obligaciones. Ello, por sí mismo, crearía serios cuestionamientos sobre la situación financiera de las instituciones de crédito.

Para responder a esta situación de manera amplia, se creó una unidad de cuenta de valor real constante, la UDI o unidad de inversión, en la cual pueden denominarse tanto créditos como depósitos. Con un programa inicial por cerca de 16.000 millones de dólares, se reestructurarán en UDI créditos a pequeñas y medianas empresas viables, lo cual permitirá eliminar por completo el efecto de la amortización inflacionaria, ajustando los perfiles de pago a la capacidad de pago de los deudores. En fecha próxima se darán a conocer ampliaciones de este programa para créditos hipotecarios y para deudores con créditos en moneda extranjera.

Quinto. Para atender a la situación de los bancos comerciales, afectada negativamente por las dificultades de sus deudores, además del programa de UDI, se puso en operación un programa de capitalización temporal, Procapte, mediante el cual las instituciones de crédito con niveles de capitalización inferiores al 8%, puedan obtener los recursos faltantes y elevar su nivel de capitalización al 9%, mediante la entrega de obligaciones subordinadas convertibles en acciones después de cinco años. Adicionalmente, se ha continuado trabajando en reforzar los mecanismos de supervisión bancaria así como en la capitalización del fondo bancario de protección al ahorro, Fobaproa, a fin de dar tranquilidad al público ahorrador.

Sexto. En lo referente a sus pasivos de los bancos comerciales los denominados en dólares, y a fin de que cuenten con recursos para hacer frente a vencimientos de certificados de depósito y líneas interbancarias, Fobaproa ha abierto una ventanilla especial para dar financiamiento de última instancia en dicha moneda. De esta manera se ha garantizado el cumplimiento cabal de las obligaciones con el exterior, retirándose además presiones que pudieran presentarse sobre el mercado cambiario.

Séptimo. Méjico adoptó un régimen de flotación del tipo de cambio en el que las intervenciones del banco central se limitan a evitar la volatilidad excesiva de la paridad. A fin de que este esquema no afecte negativamente a los exportadores e importadores, además de ofrecer a los inversionistas extranjeros mecanismos para cubrir riesgos de operaciones en instrumentos del sistema financiero mejicano, se ha iniciado la operación de un mercado de *forwards* con bancos de probada capacidad técnica y niveles de capitalización adecuados. Adicionalmente, se ha iniciado nuevamente la operación del mercado de futuros del peso en el Chicago Mercantile Exchange, y pronto se llevarán a cabo operaciones similares en la Bolsa Mejicana de Valores.

Octavo. Las medidas de fortalecimiento financiero se están tomando en un contexto de superávit fiscal de alrededor de 0.5% del PIB –sin incluir los ingresos por privatización–, para lo cual se llevaron a cabo reajustes de gasto programable y la elevación de ingresos públicos derivados de venta de gasolina y electricidad y del incremento en el IVA. Paralelamente se ha acelerado el proceso de desregulación en los sectores de energía, comunicaciones y transportes a fin de promover una mayor participación del sector privado en ferrocarriles, comunicaciones vía satélite, en la generación de electricidad y en la industria petroquímica.

Noveno. Todas estas acciones sustantivas se han acompañado de un gran esfuerzo por aumentar la cantidad y frecuencia de la información que recibe el público. En el pasado, la información sobre la reserva internacional se proporcionaba tres veces al año, ahora los mercados conocen diariamente, con rezago de 24 horas, el monto de la base monetaria; semanalmente los principales renglones del balance del banco central, incluyendo reservas y crédito interno neto; y mensualmente, el detalle sobre el balance del instituto emisor. La información sobre la balanza comercial se reporta con 30 días de rezago; la actividad industrial comercial y empleo mensualmente con un rezago de 45 días, este último igual en el caso del PIB trimestral. Para el resto de la información del sector real el Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática ha comprometido ya un calendario de publicaciones. En materia de ingresos, egresos y deuda del sector público la información se envía al Congreso de la Unión 45 días después del final de cada trimestre.

A pesar de la seriedad de la crisis por la que atraviesa la economía mejicana, los pasados meses han sido de un intenso trabajo por acelerar el proceso de transformación iniciado hace varios años. Es razonable pensar que el rápido crecimiento registrado por la productividad y las exportaciones en el pasado reciente habrá de continuar, como lo atestiguan, entre otras, las cifras de exportaciones registradas el primer trimestre de 1995.

La creciente internacionalización de los flujos de capitales y la integración de los procesos productivos requerirán cada vez más instituciones públicas y privadas más flexibles para responder a cambios vertiginosos. La experiencia reciente de Méjico es indicativa de la magnitud del reto que se tiene por delante; sin embargo, también es confirmación de la importancia de perseverar en el rumbo de la apertura de la economía y la sociedad para ofrecer a su población igualdad de oportunidades y un mejor nivel de vida.

Mario Vicens
Consultor argentino en
economía y finanzas

La idea es intentar transmitirles a ustedes una visión de lo que está pasando en la Argentina. El país está en este momento sometido a la presión de una fuerte salida de depósitos del sistema financiero, como consecuencia de que se ha revertido el proceso de entrada de capitales que favoreció a la economía durante los últimos tres años. Es importante lo que suceda en estos meses, porque se puede conformar un peligro para el conjunto del programa de convertibilidad que ha conseguido, hasta ahora, estabilizar la economía argentina. Para tratar de justificar esta afirmación tan fuerte quiero transmitirles a ustedes algunos antecedentes de la economía argentina, que espero les permitan entender lo que ha estado pasando y lo que puede pasar en los próximos meses.

El antecedente más importante que se ha de tener en cuenta para entender lo que sucede en Argentina es que el país pasó por la hiperinflación. La dirigencia y la gente, la sociedad en general, aprendió algo que en otros países latinoamericanos por suerte todavía no ha tenido que ser aprendido y es que la inflación también mata, en el sentido de que, contrariamente a lo que esperábamos los argentinos, cuando hay fenómenos hiperinflacionarios estos son acompañados necesariamente por profundos fenómenos de recesión económica, que implican un aumento violento del desempleo y una caída dramática del salario real, haciendo que toda la economía sufra las consecuencias de algo que en principio tiene solamente un origen monetario.

Durante los últimos seis años se presentaron dos crisis hiperinflacionarias. La primera en el primero y segundo trimestre de 1989 y la segunda en el primer trimestre de 1990. La primera, sobre todo, consecuencia de dos fenómenos que fueron madurando durante los últimos años de la década del ochenta. Estos fenómenos son el descontrol monetario, provocado por dos factores: El déficit fiscal creciente y la indexación de la economía, que obligaba al Banco Central a monetizar sistemáticamente altísimas tasas de interés sobre su deuda interna, y por otro lado, un proceso de desmonetización o de huida de capitales, que dejó sin base gravable el impuesto inflacionario, hasta tal punto que fue necesaria la hiperinflación para poder cobrar algo.

El programa se basa en esta experiencia, porque es lo que permitió que en Argentina se tomaran medidas drásticas y radicales, a efectos de eliminar los factores de desequilibrio que habían conducido hasta la hiperinflación en esa instancia. ¿Cuáles fueron estos tres grupos de medidas, que a mi juicio conforman los pilares de la ley de convertibilidad o del programa de convertibilidad? En primer lugar, la convertibilidad de la moneda nacional. Yo diría que ésta comienza de hecho en marzo de 1990, después de la segunda crisis hiperinflacionaria cuando los agentes económicos en Argentina percibieron que el Banco Central, con las escasas reservas de que disponía, trescientos millones de dólares, podría comprar el conjunto de sus obligaciones monetarias, de la base monetaria.

En esas condiciones de una política fiscal muy dura, que aseguraba que únicamente se iban a pagar aquellas erogaciones que contaran con financiamiento comprobado, los mercados comenzaron a confiar que en Argentina la situación podía darse vuelta y esto provocó una reacción inmediata, hasta tal punto que el tipo de cambio que había llegado a seis mil australes por dólar, en febrero de 1990 cayó, en escasos veinte días, a cuatro mil quinientos australes por dólar. Allí comenzó el proceso de convertibilidad, que fue de algún modo convalidado por una ley que se aprobó más tarde por el Congreso de la nación, en marzo de 1991, y que estableció las bases legales de lo que hoy es el régimen monetario y cambiario de la Argentina.

Esa ley de convertibilidad está conformada por cuatro artículos muy sencillos, pero muy contundentes. El primero obliga al Banco Central a

vender todos los dólares que el mercado le pida, a una paridad fija de un peso por un dólar. En ese momento todavía existía el austral, eran diez mil australes por dólar. El segundo artículo obliga al Banco Central a mantener reservas internacionales por un monto equivalente a sus obligaciones monetarias, en la ley, llamada la base monetaria.

El tercer artículo prohíbe y elimina legalmente la indexación de cualquier contrato en la Argentina. El cuarto artículo convalida, legaliza todo contrato, en cualquier moneda que este sea hecho. En la Argentina, hoy es absolutamente legal contratar en dólares, marcos, yenes, o en la moneda que ustedes prefieran. Esto, de hecho, ha sido el reconocimiento legal a una situación a la que Argentina llegó como consecuencia de la hiperinflación y de la huida de capitales.

El proceso se inició a principios de la década del 80, cuando los agentes financieros y económicos más sofisticados comenzaron a ahorrar en dólares, pero se profundizó sobre el final de la década cuando ya todo el mundo, no solamente ahorra en dólares, sino que transaba en dólares billetes y además fijaba sus precios, sus salarios, todo los valores importantes de la economía en dólares. De tal modo que uno puede decir que la economía argentina está absolutamente dolarizada y que ahora en virtud de la ley de convertibilidad, puede disponer de dos monedas que se intercambian sin ningún tipo de restricción y sin ningún tipo de barrera. En este momento uno puede venderle al banco central dólares a un peso por dólar y puede comprarle al Banco Central un minuto después, los mismos dólares también a un peso por dólar, sin ningún tipo de *spread* que tenga que ser perdido en la operación.

El segundo pilar importante del programa de convertibilidad es que limita absolutamente al Banco Central para financiar cualquier desequilibrio público. De hecho, la convertibilidad es posible únicamente si el sector público puede financiarse a través de otros mecanismos que no sean la emisión de dinero. La reforma fiscal que se implantó en la Argentina en 1990 y 1991 comenzó a dar sus frutos inmediatamente después, porque se basó en algunas cuestiones que son de corto plazo y otras que son estructurales.

Las cuestiones de corto plazo fueron: Una reforma tributaria importante que simplificó completamente y puso mucho énfasis en la eficiencia del sistema de recaudación tributaria. Pero quizás las más importantes son las de largo plazo porque se comenzó la privatización y el retiro del Estado de todo tipo de actividades económicas, asegurando de ese modo que iban a poder contar con los recursos necesarios para mantener el equilibrio de las cuentas fiscales en el corto plazo y que no iban a ser usados en el largo plazo como mecanismo de intervención del Estado en la economía, o como financiamiento de sus erogaciones. En segundo lugar, se refinanció la deuda externa a través del marco del plan. En tercer lugar, se gozó de los beneficios de la hiperinflación, que no tuvo otro objetivo, por lo menos la segunda crisis hiperinflacionaria, que reducir la carga fiscal que significaban los intereses y los servicios de amortización de la deuda pública interna nominada en la moneda nacional.

Con esas bases, Argentina pudo reconstruir su situación fiscal, alcanzando en 1993 un superávit del 1.1/2% del producto, una vez pagados los intereses de la deuda y por supuesto antes de pagar los servicios de amortización. Todo este esfuerzo de estabilización y de ajuste de corto plazo, podría llegar a fracasar si no se acompañaba con algún mecanismo, con algún cambio estructural en el largo plazo, que le diera horizonte, desde el punto de vista de los agentes económicos. Argentina tiene un muestrario de programas de estabilización fracasados. Quizás los más famosos fueron el programa de Martínez de Hoz y el Plan Austral; el Plan Primavera también fue otro fracaso. Por lo tanto, los agentes económicos argentinos necesitaban de un contexto de largo plazo para confiar en este nuevo esfuerzo de estabilización.

Este contexto de largo plazo lo constituyó la apertura completa de la economía a la competencia de bienes y servicios con el exterior. Hoy no hay ningún tipo de intervención del Estado en los mercados, excepto en algunos que todavía permanecen con algún grado de regulación, pero que no conforman una cuestión significativa desde el punto de vista económico. En el plano financiero en particular, hay absoluta libertad de salida y entrada de capitales, hay absoluta libertad de entrada al mercado financiero, si es que uno puede acreditar condiciones de solvencia adecuada. La economía argentina está prácticamente desregulada y

expuesta a la competencia internacional, tanto en los mercados de bienes como en los mercados de servicios.

Los resultados de este programa han sido impresionantes. En términos de estabilización, la tasa de inflación de 1989 llegó a 5.000% anual, midiendo promedio contra promedio. En 1990, todavía en un proceso de inestabilidad muy fuerte, llegó al 1.340%-1.400% anual. Bajó al 85% en 1991. En 1993 fue menos del 5% y en 1994 llegó al 3,9%, esperándose que para 1995 esté por debajo del 3% probablemente. Esto es cuando hablamos de precios al consumidor. Si hablamos de precios mayoristas, la tasa de inflación desde marzo de 1991 hasta diciembre de 1994, alcanzó 5%-6% dependiendo de los productos.

En términos de reactivación, también los resultados han sido impresionantes puesto que el producto bruto interno de la Argentina creció a un promedio anual del 7,5% durante los últimos cuatro años. Lo que quizás es más importante en el largo plazo es la constitución de un marco adecuado para que haya inversión en la Argentina, a través de reglas de juego adecuadas y estables. Los resultados también han sido muy importantes porque la inversión bruta interna creció del 12% del producto interno bruto en 1991, a cerca del 20% del producto bruto en 1994. Una inversión bruta interna del 12% del producto bruto significa que la inversión neta es prácticamente nula o negativa.

Argentina no crecía en términos del producto interno bruto per cápita, prácticamente desde comienzos de la década del setenta. Durante los últimos cuatro años ha conseguido hacerlo a una tasa más que interesante. Cuando uno presenta los números del programa de este modo, lo único que cabe es una impresión muy favorable. Hay que reconocer también que algunas situaciones particulares favorecieron este comportamiento, las cuales no necesariamente tienen que permanecer y que su permanencia puede contribuir a que el programa se consolide o no se consolide. Más allá del esfuerzo y de las políticas que han sido puestas en marcha en la Argentina durante los últimos tres años, la verdadera garantía a largo plazo de que este programa pueda llegar a resultados permanentes, es que se mantenga la intolerancia social a la inflación.

La sociedad argentina comenzó a demandar estabilidad y certidumbre por encima de cualquier otra cosa, incluso por encima del mantenimiento del empleo, que había sido un valor de política económica claramente tratado, de respetar en el pasado. Hasta tal punto es esta demanda social por estabilidad, que Argentina ha cambiado su reacción ante algunas cosas que hace nada más que seis años atrás eran prácticamente imposibles de imaginar.

En 1988, en el marco del gobierno de la Unión Cívica Radical, se propuso al Congreso algunas privatizaciones, como la red de telefonía y la compañía de aviación. El Congreso, en ese momento dominado por el partido que hoy está en el gobierno, el partido peronista, negó toda posibilidad de privatización. Dos años más tarde y probablemente muy empujado por la crisis, no hubo de hecho ningún tipo de oposición importante y significativa a todo el proceso de privatización, que alcanzó su símbolo máximo cuando la mayor joya de la abuela que los argentinos considerábamos que teníamos, IPF, la extractora y productora de petróleo, fue privatizada a finales o a mediados de 1993.

Es tal la presión que la sociedad hace con respecto a la estabilidad y a la certidumbre, que en estas elecciones que están por llevarse a cabo los candidatos, aún los que teóricamente representan al centro-izquierda en el país, han tenido que declarar que ellos de ningún modo cuestionan ni tienen por plan, modificar las reglas básicas del programa de convertibilidad, entendiendo por esas reglas básicas el tipo de cambio fijo, la convertibilidad de la moneda nacional, la autonomía del Banco Central, y el superávit fiscal. Estamos hablando de una lucha política donde, para no perder votos, los dirigentes políticos tienen que ofrecer más de lo mismo, con variantes, pero en definitiva más estabilidad y certidumbre.

El otro aspecto que favoreció el comportamiento en la economía argentina en estos tres años, fue sin ninguna duda el mercado internacional de capitales que transitó por un período sumamente favorable. Las tasas de interés bajaron. Los países emergentes se pusieron de moda y Argentina, tal como otros países del área, recibieron cuantiosas inversiones externas.

Fue favorable en términos de que el gobierno pudo, de ese modo, financiar un aumento muy importante del gasto agregado y conseguir que el programa no solamente contara con el apoyo proveniente del peligro de la hiperinflación, de un nuevo acontecimiento hiperinflacionario, sino que además tuviera consenso político proveniente de la mejora de la situación general de la población, a través de un aumento en la capacidad de gasto de esa población.

Esas no son cosas permanentes, pero sí es permanente la actitud de la sociedad con respecto a la estabilidad. La Argentina tiene grandes oportunidades de que este programa pueda permanecer y ser exitoso en el largo plazo. Si se sostuviera un contexto internacional favorable, esto facilitaría las cosas, porque en los procesos de ajuste, estos tienen que ir acompañados con una razonable distribución equitativa de las cargas, a efectos de que cuenten con la posibilidad de permanecer en el contexto de una competencia democrática. En la Argentina hay democracia, hay competencia electoral cada dos años y, por lo tanto, cada dos años el gobierno tiene que convalidar sus logros a través del voto de la gente.

Algunos elementos adicionales que hay que tener en cuenta para considerar lo que está pasando con la crisis específica, son los siguientes:

En primer lugar, la ley de autonomía que acompañó a la ley de convertibilidad, establece márgenes muy estrechos para que el Banco Central practique política monetaria. Los márgenes son de 20% del total de los pasivos monetarios del Banco Central. Esto quiere decir que si el Banco Central quisiera ayudar a la banca, por ejemplo, podría ayudarla pero sólo en un monto que no puede exceder el 20% de sus obligaciones monetarias. En situaciones de emergencia y por solamente tres meses, podría excederse hasta el 33%. Acá juega otro límite, que es el de las expectativas de la gente en la Argentina, puesto que en gran medida la monetización del sistema financiero, el aumento en los depósitos del sistema financiero, se ha conseguido como consecuencia de la repatriación de capitales de los propios argentinos, los que se mueven muy rápidamente ante cualquier cambio o ante cualquier presunción o peligro de que se modifiquen las reglas de juego.

En segundo lugar, el hecho de que el Banco Central tenga estas restricciones, implica que en la Argentina hay convertibilidad para las obligaciones del Banco Central, pero no para las obligaciones del sistema financiero. Esto quiere decir que no hay prestamista de última instancia que pueda asistir con emisión monetaria a los bancos en la Argentina, cuando estos tienen que enfrentar una corrida de depósitos. Esto es muy importante tenerlo en cuenta porque en la Argentina tampoco había garantía de los depósitos hasta hace prácticamente dos semanas atrás.

Por último, y en una decisión que el tiempo dirá si fue correcta o no fue correcta, en la Argentina no se practicaron ningún tipo de políticas de esterilización del impacto en la demanda interna de la entrada de capitales. Es común que se discutan este tipo de políticas; es común que se exhiban los ejemplos de Chile, de Méjico, que de algún modo ejercitaron una política de evitar que el nivel de actividad y la demanda agregada interna crecieran al ritmo del incremento de la entrada de capitales. En la Argentina esto fue practicado indirectamente hasta 1993, pero no se siguió haciendo desde 1994, cuando se dejó de acumular superávit fiscal y cuando en ningún momento el Banco Central intentó comprar más dólares de los pesos que la gente necesitaba para sus operaciones y para cubrir sus necesidades. La entrada de capital se convirtió en depósitos del sistema financiero, y por lo tanto en oferta de crédito y vía esa oferta de crédito se convirtió en demanda agregada haciendo que creciera rápidamente la economía argentina.

Como no hubo esterilización, hoy no hay recursos para evitar el impacto que una caída en la entrada de capital tiene sobre las mismas variables, los depósitos y la oferta de crédito del sistema. Las razones de por qué no se practicó una esterilización son discutibles. El gobierno opina que la transformación de los argentinos no había llegado a un punto tal, que evitara que si se juntaba un fondo, los políticos argentinos no se lo gastaran. Desde ese punto de vista, parece una buena razón.

El otro elemento que hay que tener en cuenta es la situación particular por la que atravesaba la economía argentina en diciembre de 1994, cuando sucedió lo de Méjico. Argentina venía creciendo muy rápido y ese crecimiento se había debilitado sobre la segunda parte del año pasado.

En realidad se tendría que haber empezado a debilitar ya en el primer trimestre de 1994, como consecuencia de la disminución en la entrada de capitales, en particular la entrada de capitales de portafolio, puesto que las oportunidades de hacer ganancias de capital en la Argentina claramente habían desaparecido. Durante 1994, la tasa de interés pasiva en pesos en la Argentina alcanzaba niveles del 8%, lo que significa que el *spread*, la prima de riesgo país, contra un depósito, no generaba ninguna oportunidad de arbitraje, ni de ganancia extraordinaria.

El nivel de actividad económica siguió creciendo, porque el gobierno en una decisión que es muy difícil de comprender, en julio de 1993 decidió utilizar los recursos provenientes de la privatización de IPF, para cancelar la deuda que el sistema previsional estatal tenía con los jubilados argentinos. Esa cancelación sumó alrededor de tres mil millones de dólares, que obviamente fueron volcados al consumo. Es difícil que una persona común, de edad promedio de cuarenta años, no vuelque parte de esos recursos al consumo, imagínense un jubilado que tiene una expectativa de vida, en el mejor de los casos, de cinco a diez años. Obviamente se quiso consumir todo. Ese consumo hizo que el déficit del balance comercial que fue alrededor de dos mil setecientos millones de dólares en el año 1993, creciera a cinco mil ochocientos millones de dólares en 1994. Como reflejo del aumento en la demanda agregada que generó el repago de la deuda con los jubilados, en la última parte de 1993, cuando el efecto de este repago había cesado, la situación fiscal de Argentina comenzó a desmejorar como consecuencia también de un problema previsional, que fue la reforma del sistema de seguridad social; allí se puso en marcha el sistema de capitalización como opción al sistema estatal mixto de reparto y capitalización. Esto implicó que el Estado dejara de percibir los aportes de aquellos que optaron por el sistema de capitalización privada.

La economía argentina durante 1994 creció, sostenida ya no por el ingreso de capitales que comenzó a disminuir en enero de 1994, sino como consecuencia de factores de creación de demanda internos, como fueron el repago de una deuda que no necesariamente debía ser pagada al contado y el déficit fiscal que pasó de un superávit de mil doscientos millones de dólares a un déficit de mil doscientos millones de dólares en

la segunda parte de 1994. El *shock* de la devaluación de Méjico llega en un momento de relativo debilitamiento de la economía argentina, donde la situación general ya no era tan buena y la situación fiscal mostraba un fuerte deterioro, en términos de lo que uno imagina tiene que tener. Al propio efecto del fenómeno tequila se agrega el hecho de que la economía no tenía un conjunto de recursos que pudiera utilizar para poder neutralizar sus efectos en los bancos y en la economía en general. La devaluación de Méjico aumentó el riesgo regional. Mucha gente, tanto en el mundo como en la región, pensaba que Argentina no iba a perder la oportunidad de salirse de la convertibilidad, tomando como excusa a Méjico.

Sin embargo, el gobierno argentino reafirmó la regla y la reafirmó por una razón muy sencilla, porque si ustedes miden la posibilidad de salir de la convertibilidad y de devaluar la moneda argentina, en términos de un análisis de beneficio-costos, desde el punto de vista de la política económica, cualquiera en la Argentina les va a decir que los costos son absolutamente inconmensurables porque muy fácilmente Argentina podría ir a un proceso de polarización espontánea. Los beneficios son relativamente pequeños, puesto que no hay mucho por licuar; el 85% al 90% de la deuda pública está denominada en dólares. Tampoco hay mucho por ganar en términos de precios relativos, porque los argentinos piensan sus precios y sus salarios en dólares y ante una devaluación, inmediatamente ajustarían el valor en la moneda nacional.

En la Argentina no existía tanto la idea de una devaluación, como sí la idea de que un retiro masivo de depósitos del sistema financiero podría llevar a que el Banco Central se encontrara ante la decisión de tener que, o abandonar las reglas de la convertibilidad o intentar flexibilizar las reglas de la convertibilidad, o dejar caer una parte del sistema financiero que a su vez no tenía garantía de depósitos y, por lo tanto, podía provocar un efecto cascada sobre el resto.

¿Qué pasó con los depósitos? Entre finales de 1994 y aproximadamente el 23 de febrero de 1995, hubo una caída selectiva de depósitos y una enorme redistribución de los mismos dentro del mismo sistema; en términos netos, cayeron solamente mil millones de dólares, de cuarenta y cuatro mil millones de dólares a cuarenta y tres

mil millones de dólares aproximadamente. Hubo un conjunto de bancos muy expuesto ante la crisis, que sufrieron las consecuencias perdiendo hasta el 80% en promedio de sus depósitos y que se vieron en la obligación de vender toda su cartera para poder sobrevivir. A partir de febrero, comienza la verdadera crisis del sistema, puesto que un conjunto de declaraciones públicas que respondían a un mal diagnóstico de la crisis por parte de las autoridades económicas, generaron una salida masiva de depósitos, ya sea de depósitos en pesos como de depósitos en dólares y ya sea de bancos chicos como de bancos grandes, bancos solventes, como de bancos débiles. El sistema financiero argentino perdió entre el 25 de febrero y el 12 de marzo, cuatro mil millones de dólares. En dos semanas perdió prácticamente el 10% de sus depósitos.

Esa es la segunda etapa de esta crisis, etapa peligrosa puesto que en un contexto de mantenimiento de un ritmo de caída de depósitos de esa magnitud, ya no alcanzan los recursos con que cuenta el sistema y el gobierno, para poder devolver los depósitos del sistema, sin tener que abandonar las reglas de la convertibilidad. ¿Cómo se pagó esta salida de depósitos? Deteriorando la calidad de la convertibilidad ya que el total de reservas en relación con los pasivos monetarios –que eran alrededor del 95%– al comienzo de la crisis, hoy están en el 85%. Se pagó, además, usando las disponibilidades del sistema financiero que en la Argentina son muy grandes, porque los bancos tienen que realizar en promedio, alrededor de un 35% de encajes sobre depósitos a la vista y un 3% de encajes sobre los depósitos a plazo. Esto, en promedio, da como un 17% del total. Cayeron fuertemente las reservas bancarias y, por último, se atendió a través de una caída en el crédito, que no tuvo una magnitud muy importante, teniendo en cuenta el valor de la corrida de depósitos que hubo. El crédito habrá caído alrededor de mil, mil doscientos millones de dólares en ese período.

Pero esto implicó que el conjunto del sistema financiero con el Banco Central se quedó sin recursos para poder seguir asistiendo a una corrida de depósitos tan significativa como la que estaba sucediendo en ese momento. El gobierno reaccionó a tiempo. Hizo lo que había comprometido no hacer, que era acordar con el Fondo Monetario Internacional. El acuerdo con el Fondo Monetario Internacional juega un

papel muy importante en Argentina porque a pesar de que hay total transparencia informativa, las reglas de juego, hay que mantenerlas.

El hecho de que participara el Fondo Monetario, de que se llegara a un acuerdo con él, volvió a poner al Fondo como verdadero garante ante los propios argentinos y los extranjeros, de que las cuentas en la Argentina son buenas y de que pueden ir por buen camino. Se tomaron algunas medidas adicionales: Amplió las facultades del Banco Central para resolver el problema del sistema financiero, constituyó dos fondos fiduciarios para poder financiar la reestructuración del sistema financiero.

Se calcula que además de las nueve entidades financieras suspendidas hasta el momento, hay cuarenta entidades que de algún modo tienen que ser absorbidas, reestructuradas o fusionadas con otras entidades, para sobrevivir. Hay treinta y un bancos públicos, de los cuales, aproximadamente veintiocho también tienen que ser sometidos a un proceso de reestructuración importante. El gobierno formó dos fondos fiduciarios, financiados a través de la colocación de deuda en el mercado nacional y en el mercado internacional, a través de préstamos del Banco Mundial y del BID, para poder financiar este esfuerzo de recapitalización y de reestructuración de estas entidades. Usó al máximo las posibilidades que le daba la convertibilidad, comprando cartera buena de los bancos, y por último, impuso un sistema de garantía de depósitos, que en realidad es más un intento de afectar las expectativas de los depositantes, que una verdadera garantía. La garantía cubre los depósitos de menos de noventa días, hasta diez mil dólares o diez mil pesos, y de más de noventa días hasta veinte mil dólares o veinte mil pesos.

La composición de los depósitos, por tramos, en la Argentina implica que solamente un 6% de los depósitos en pesos y un 12% de los depósitos en dólares habrían quedado cubiertos por la garantía, así es que los depositantes en la Argentina se las arreglan para poder extender los plazos hasta lo que antes eran depósitos de treinta mil dólares. Esto hizo que se estabilizaran los depósitos y hoy están prácticamente estables. Está mejorando la situación financiera del sistema y la opción de superar el problema sin afectar las leyes de convertibilidad.

Los desafíos que enfrenta el programa de convertibilidad para permanecer son:

1. Consolidar la situación bancaria. Hay que hacer un reordenamiento, tanto en el plano privado como en el plano provincial.

2. El desafío fiscal. Para cumplir las metas con el fondo, que garantizan según el gobierno un superávit de cuatro mil cuatrocientos millones de dólares en el año 1995, según estimaciones macroeconómicas, un superávit de dos mil millones de dólares en el año 1995, el gobierno tiene que hacer crecer la recaudación mensual de los tres mil seiscientos millones de dólares a cuatro mil quinientos millones de dólares en lo que resta del año –24% de aumento–. Para eso ha aumentado la cuota del IVA, ha cambiado la coparticipación de los impuestos entre la Nación y la provincia y ha tomado otras medidas.

3. El tercer desafío es el plano político. El Gobierno parece contar hoy con la posibilidad de ganar en la primera vuelta, dispone de alrededor del 42% al 45% de las intenciones de voto. El segundo candidato en las encuestas es Bordón que cuenta con aproximadamente entre el 28% y el 30% de las intenciones de voto; con esos guarismos gana en primera vuelta el Gobierno y tiene la oportunidad de reafirmar el programa económico.

4. Consolidar el proceso de reestructuración de la economía, que significa seguir incrementando la inversión para que aumente productividad de la economía, se pueda salir del déficit de cuenta corriente y, por lo tanto, de la necesidad del ahorro externo sin tener que apelar a un fuerte ajuste de la demanda doméstica. Esto significa que si no hay un aumento de productividad rápido y seguro, la recuperación del tipo real de cambio va a tener que ser absolutamente indispensable y en la Argentina, en el marco de la convertibilidad, la recuperación del tipo de cambio real se logra a través de tres mecanismos alternativos o complementarios eventualmente. Deflación de precios y de salarios o recesión que provoque una posterior deflación de precios y de salarios a través de un aumento del desempleo o inflación internacional, la que puede llegar a ser provocada si el dólar sigue tan débil como ha estado en los últimos meses.

VALORIZACION A PRECIOS DE
MERCADO: LA EXPERIENCIA
EUROPEA

Robert Lissauer
ING bank

En la invitación de la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras me solicitaron que hablara sobre las medidas que tomaron los bancos individualmente en los años 80, sobre inversiones en acciones, bonos y préstamos. Entiendo que la situación colombiana es diferente porque se habla solamente de inversiones y no de préstamos.

Durante y después de la crisis en los años 80 en Méjico, Brasil, Venezuela y Argentina, los bancos centrales en Europa tomaron medidas que tuvieron un fuerte impacto, porque los bancos debían realizar provisiones y revaluar sus carteras, pero no tenían mercado. En algunos casos, bancos centrales como los de Alemania dijeron que iban a tomar una provisión del 100%. Esto causó una crisis en Europa porque los bancos no tenían cómo asumir las pérdidas.

Tanto los bancos centrales individuales como los comerciales, tenían plazos de cinco a siete años para hacer las provisiones del caso. En Alemania, como ya lo mencioné, eran hasta del 100%; en otros países como Holanda, el máximo era de 75% o de 80%. Cuando se empezó a hacer en Holanda, se consiguió mercado, pero este nunca bajó del 100%. Había que valorizar mensualmente el mercado, analizando el estado de ganancias y pérdidas.

La medida emitida por la Superintendencia Bancaria puede ser buena, pero aún no se sabe cuáles van a ser las consecuencias que traiga a

mediano plazo. Da la oportunidad de limpiar los balances, pero trae algunas consecuencias en la liquidez; hay mercado en Colombia, hay un valor para la inversión, pero ¿de qué manera se puede tomar la producción, cómo predecir la ganancia fiscal? Es una buena medida, pero la experiencia europea es que el plazo debe ser más largo para evitar consecuencias negativas. En el caso de los norteamericanos, ellos tienen los mismos principios, pero sus inversiones son con capital propio y, por lo tanto, no tienen que tomar provisiones. La situación en Colombia aún es confusa, sin embargo el problema es simple: Es una revaluación nada más.

PREGUNTAS

P. ¿Podría ser un poco más específico en la explicación de la cartera *trade* y la cartera de inversión con capital propio y el impacto que hay de provisiones?

R. En Europa tenemos una división entre cartera de compra y venta –de *trade*– y una cartera de inversiones a plazo largo. Para esta última hay que hacer las provisiones, no por riesgo de error, sino por riesgo de transferencia de país. Los deudores podían pagar porque tenían capital y flujo de caja pero no podían transferir. En el caso de Brasil, Méjico y Argentina, el Banco Central de Holanda tenía una provisión del 80%. Para Colombia no hay provisión porque el país siempre pagó.

En la cartera *trade* es otra cosa porque se compra y se vende en forma inmediata al mercado. En esa situación no es tan difícil revaluar el papel porque la compra y venta comenzó después de la crisis, ya había mercado y ya tenía precio. Aquí en Colombia no son papeles internacionales sino locales; el problema es la liquidez porque hay poca, pero sí hay mercado.

Todo el impacto fiscal en Europa es importante. En el momento que las medidas se dieron en Europa, los bancos centrales que son independientes de las autoridades de impuestos, aceptaron que era una pérdida y que se podía compensar con otras ganancias.

P. Quisiera que el señor Lissauer nos hiciera un comentario sobre la duración y la naturaleza de los procesos de transición hacia la valoración a precios de mercado, qué significó en Europa la decisión, quién tomó la decisión, qué tipo de normas generales se impusieron en Europa en materia de valoración a precios de mercado, cuál fue el proceso para llegar hacia allá y en que estado está la cosa en Europa en este momento.

R. La medida fue tomada por los bancos centrales individuales. Ellos tienen sus contactos, pero la medida salió de una vez. Entre los bancos centrales individuales y los bancos en los países, comenzó una discusión sobre el impacto. Sabíamos que teníamos que tomar la provisión, teníamos que revaluar, pero como no sabíamos cómo sería el resultado final, los bancos centrales autorizaron un plazo, discutiendo dos veces

por año porque las revaluaciones se tienen que tomar dos veces por año en junio y diciembre. En este tiempo teníamos la posibilidad de revaluar la situación a corto plazo.

Estas fueron medidas que se dieron, como aquí, de una vez, pero que después nos ofrecieron la posibilidad de revaluar la situación durante el año. Esta situación hoy día todavía existe. Todos los meses tenemos una discusión con la Asociación Bancaria holandesa, que a su vez tiene una discusión con el Banco Central para ver cómo es la situación. Después el Banco Central toma una decisión.

Pero estamos negociando siempre, país por país, papel por papel. Esa situación que se creó en 1986, todavía existe hoy. Si fue una medida buena o mala no importa, pero fue una medida que se implantó y tiene que ser flexible en el sentido de que si no funciona debe tener la posibilidad de discutirse y de cambiar, y eso es lo que se hace en Europa.

P. ¿Cuál fue el impacto sobre los precios de las acciones de los bancos cuando salió la medida; cuándo empezaron a hacerse esas provisiones? ¿Cómo se afectó el precio en bolsa?

R. No se afectó mucho porque las provisiones eran generales. En Méjico ahora está cambiando la situación. Los bancos en los años 80 podían tomar una provisión general y dentro de ella teníamos la provisión para este papel; es una provisión para riesgo de crédito y papel de inversiones. Hoy está cambiando esta medida para los bancos europeos que tienen que publicar oficialmente en qué sector de riesgo tomaron provisiones. El impacto en general, sobre precios de las acciones de los bancos no era tan grande, porque provisiones tienen que tomar. Como el público y los inversionistas no sabían para qué habían tomado las provisiones, pues en ese sentido no tenían impacto. Si un banco de Europa tenía una cotización afuera del país, sí había un impacto en ese sentido. Ellos bajaron los *ranking* que teníamos.

P. ¿Quisiera saber su opinión sobre cuál fue el impacto en relación con los plazos de los portafolios; si esto produjo una reducción de los

plazos, o la valoración de los portafolios como tal vez pudo ocurrir un poco en los Estados Unidos al comienzo?

R. Como dije, la cartera era la cartera de inversiones y créditos. La mayoría de los papeles eran en bonos y refinanciación a plazo largo. El impacto sí creo que es a plazo corto o a plazo largo, no hay diferencia entre los dos porque la medida es la medida. Si la medida dice sobre la inversión, si la inversión es a corto o largo plazo, no importa mucho. La única diferencia es que si hay un pago por papel de plazo corto, ya hay una liberación de la producción a corto plazo. Pero el impacto para nosotros no era mucho porque casi todos los papeles se dieron a largo plazo. Y no tenía un impacto, como dije, en el precio de las acciones.

Si los papeles son de renta y tasa fija de mayor plazo, tienen mayor volatilidad porque dependen mucho más de las fluctuaciones de las tasas de interés, de su precio. En un estudio del Banco de Reservas en Estados Unidos cuando se implantó el sistema de evaluación al mercado, afirmaba que muchos portafolios se fueron reduciendo en plazo, precisamente para tener menos vulnerabilidad ante cualquier cambio en las tasas.

En Europa finalmente se cambió la cartera en plazo más largo, pero la diferencia es que no eran deudas privadas, era un simple papel con garantías del gobierno, un papel emitido por entidades estatales y tenía un plazo largo normalmente. Después se refinanció a plazos más largos y a tasas más bajas.

P. Mi pregunta se refiere no tanto a la cartera de préstamos sino al portafolio de inversiones, papeles de renta fija, bonos del gobierno, bonos de empresas

R. El problema es que no teníamos este tipo de papel. El papel que tenían los bancos en Europa era deuda externa, no eran acciones, no eran bonos locales. Esta es la diferencia. Esta experiencia no la teníamos.

Volviendo al tema de valoración de portafolios, se llegó a percibir en Europa una diferencia entre ahorro a largo plazo como puede ser el pensonal, porque hay una clase de inversionistas que compran papeles

con vencimiento a muy largo plazo para fines precisos como la jubilación. Hay fondos donde el inversionista tiene la opción de entrar y salir todo el tiempo y se tiene que valorar a precios del mercado. Se ha visto la necesidad de distinguir entre esas distintas clases de inversionistas. Tú sientes que cuando estás en un sistema que tiene una valoración continua a precios de mercado, te está asustando el mercado a largo plazo, mientras tu sueño es fomentar el crecimiento de ahorro a largo plazo, sin sustos.

Cuando pasas a un régimen de beneficios comprometidos, o sea que la compañía paga una pensión de dos terceras partes de los tres últimos sueldos, etc., es responsabilidad del empleador, y se pasa a un sistema de ahorro individual que parece que es la tendencia mundial, no asustas al inversionista a largo plazo dándole paños de agua fría, diciéndole continuamente que perdió su capital.

P. ¿Pueden los fondos de pensiones invertir fuera del país?

R. Yo creo que los fondos de pensiones en cada país tienen instrucciones precisas, por ejemplo, en Chile los fondos se pueden invertir afuera del país. Los fondos de pensiones en Europa pueden invertir afuera, pero tienen reglas: el tipo de papel o la clase de riesgo. La mayoría de las inversiones de los fondos son locales y no hay este problema. El problema de valorización en el país es igual en todo el mundo. Si los fondos y las instituciones tienen su papel en su propio país, tienen que graduar el mercado

P. Si un fondo de pensión en Europa, en Holanda o en Gran Bretaña, compra papeles de renta fija con la intención de quedarse con ellos hasta el vencimiento, no tiene que hacer una valorización en ningún momento.

R. Cierto, hay que hacerlo una vez al año, cuando publicas las cifras, pero hay un valor y un mercado.

P. ¿Aun si no tienes la intención de vender esos papeles sino de quedarte con ellos hasta el final, tienes que valorizar?

R. Sí, con base en el rendimiento. Pero como en Europa las tasas son más estables, no hay tantas diferencias.

P. Aquí en Colombia hay dos razones principales por las cuales la valoración a precios de mercado se ha cuestionado. Una es el desestímulo a la inversión a largo plazo. Se tienen que coger los flujos futuros y descontarlos a valor presente. En la medida en que los flujos tengan muy largo plazo, la valoración se va a mucho. Esa es una de las razones críticas que tiene el sistema, o la metodología que se implanta acá. Una segunda crítica va en el sentido de que si se está valorando a precios del mercado, la pregunta es: ¿Cuál es el precio del mercado?

Nosotros estamos en un sistema donde las estadísticas son un poco incipientes y tenemos tres bolsas de valores, con informes que son totalmente diferentes, que no están estandarizados. ¿Qué tipo de indicadores, o en qué forma manejan esa parte para que realmente esa tasa de descuento que establecen, sea exactamente la del mercado y haga sentido con la característica del papel?

R. No creo que pueda responder porque es una crítica sobre la medida y la medida es una cosa que no se puede cambiar. Yo puedo tener mi opinión si la tasa de descuento es correcta, pero esta es una situación que no conocemos en Europa. Si aquí la medida habla de un descuento de papel a plazo largo, esta es una posibilidad. Como ya dije, en Europa la medida es mercado al día; si no hay mercado, es la diferencia entre valor de costo o valor mercado y nada más.

EL MERCADO DE DERIVADOS Y SU
REGULACION: OPORTUNIDADES Y
RIESGOS

Sheila Tschinkel
Senior Vicepresidente & Director of Research
Federal Reserve Bank of Atlanta, Estados Unidos

Buenos días. En primer lugar me gustaría darle las gracias a la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia por su amable hospitalidad. Para mí es un honor participar en esta interesante Convención de Banca 95.

Se me ha solicitado compartir con ustedes algunas ideas sobre los instrumentos derivados y su regulación. Personalmente creo que el mercado de instrumentos derivados no requiere mayor regulación, concepto éste que pretendo explicar durante el curso de mi charla esta mañana.

Sin embargo, sí considero que puede hacerse necesaria su reglamentación en aquellos casos en que las entidades financieras crecen hasta tal punto que su fracaso económico puede tener impactos muy grandes y muy negativos sobre la economía en general. Es decir, aquellos casos en que las entidades crecen hasta el punto en que se consideran «demasiado grandes como para fracasar». En este caso, es posible que en determinadas circunstancias tiendan a asumir un poco más de riesgo del que es prudente, y es entonces cuando los gobiernos deben tomar medidas para asegurar que eso no suceda. Pero el problema de estos riesgos excesivos no está en los instrumentos ni en los papeles mediante los cuales se asume el riesgo, sino más bien en las políticas gubernamentales que hacen que para las entidades sea atractivo crecer desmesuradamente y emprender actividades excesivamente riesgosas.

En mi país se han vivido varias experiencias en este sentido. Creo que en vez de preocuparse por las características de los diferentes tipos de instrumentos y mercados, las personas a cargo de la regulación deben concentrarse más bien en evitar que el gobierno dicte medidas que de alguna forma constituyan incentivos que lleven a las instituciones a asumir riesgos poco prudentes.

Y ahora, permítanme sustentar esta idea, describiendo la naturaleza de los derivados y los riesgos y oportunidades que ofrecen.

Los instrumentos derivados no son nada nuevo, y tampoco representan nuevos riesgos para el sistema financiero. Aunque han sido objeto de numerosas noticias últimamente, los derivados han existido durante años. Estos instrumentos se crearon para ser utilizados en aquellas situaciones donde hay una parte que desea reducir el nivel fundamental de riesgos inherente a sus actividades y una contraparte que desea asumir ese riesgo, a un precio acordado mutuamente entre las partes.

Consideremos los mercados de futuros de productos agrícolas. Este es un mercado de derivados. Un agricultor puede vender maíz en un mercado de futuros para reducir su exposición al riesgo de las fluctuaciones en los precios del maíz. Si sube el precio del maíz, el comprador sale favorecido. Si el precio del maíz baja, el comprador sale perjudicado. El agricultor, por su parte, puede dejar de ganar o de perder al utilizar este mecanismo, pero lo que realmente está haciendo es reducir su exposición al riesgo de la fluctuación de los precios.

Sin embargo, hay algunos riesgos que no son susceptibles a los efectos de esta transacción. La economía en general corre el riesgo de una sequía, con la cual se vería reducida la oferta de maíz y se experimentaría un aumento en los precios correspondientes. La economía también está abocada al riesgo de que el clima sea excelente, con el consiguiente aumento en la oferta y una baja en los precios. Estos riesgos no pueden diversificarse ni aumentarse ni reducirse mediante transacciones financieras. Es por ello por lo que los consideramos riesgos básicos o fundamentales.

Lo mismo se puede decir de los derivados. Estos son lo que un economista financiero pudiera llamar papeles redundantes, en el sentido de que ni aumentan ni reducen el riesgo básico. Permiten que el riesgo se distribuya y se comparta en forma más eficiente que los valores no derivados, pero su impacto en el aumento de la eficiencia de las transacciones en los mercados financieros es comparable al impacto que tuvo el dinero sobre los sistemas de trueque.

Sin embargo, a pesar de lo útil que pueden resultar los derivados en materia de administración del riesgo, tienen algunas características que requieren la cuidadosa atención de quienes los utilizan. En primer lugar, no son transparentes. Es decir, que el comprador o el vendedor de un instrumento derivado, por lo general no puede saber qué hace ni qué busca su contraparte en la transacción. La contraparte puede estar utilizando el derivado bien sea para reducir o para aumentar su propio riesgo. En el ejemplo anterior, el comprador del contrato de futuros en maíz podría ser una fábrica procesadora de alimentos que tenga compromisos ya adquiridos para el suministro de maíz, o bien podría ser otro agricultor o entidad agrícola que desee asumir un riesgo adicional. Esta falta de transparencia es similar a aquella a la cual se ven abocados los bancos cuando otorgan préstamos sin garantías. Los bancos realmente no tienen manera de saber qué va a hacer el prestatario con el préstamo. Así que, como podrán ver, la falta de transparencia no afecta exclusivamente a los derivados. Siempre existe el riesgo de que la contraparte actúe de manera distinta a la prevista. Sin embargo, este tipo de riesgo es menor en el caso de los derivados que en el caso de las transacciones crediticias.

Un segundo factor que debe tenerse en cuenta en materia de transacciones con instrumentos derivados es que por lo general suponen un considerable nivel de apalancamiento. Si las transacciones se adelantan a través de bolsas de valores organizadas, cuyas posiciones se valoran diariamente a precios del mercado, y los participantes ofrecen márgenes sobre dichas transacciones, entonces el riesgo de la contraparte puede limitarse. Sin embargo, si estas transacciones se adelantan en mercados de fácil acceso y no se toma la precaución de los márgenes, entonces los riesgos pueden ser bastante significativos. Pero hay varias maneras de

obtener apalancamiento, y todas las transacciones efectuadas en mercados de fácil acceso implican un determinado nivel de riesgo, si no existe la posibilidad de la utilización de márgenes definidos o de una valoración a precios del mercado. Así que ustedes podrán ver que al igual que en el caso de la transparencia, estas características no son exclusivas de los derivados.

Sin embargo, estos riesgos financieros, aunados a la creciente disponibilidad de tecnología moderna, hacen que sea mucho más fácil asumir de pronto considerables posiciones con gran apalancamiento, a veces en sólo unos pocos minutos. Esta combinación potencialmente peligrosa implica la necesidad de controles más estrictos para su manejo. Sin embargo, aunque los derivados pueden facilitar el apalancamiento y eventualmente llevar a que se asuman riesgos muy grandes, me gustaría recalcar que esta misma situación se puede presentar en cualquier transacción bancaria o de valores.

Los derivados, como lo indiqué anteriormente, pueden alterar la forma en que el riesgo se distribuye entre mercados y personas. Es decir, que no aumentan ni reducen el riesgo básico o fundamental al cual está abocada la economía en general, sino que más bien afectan la magnitud de los riesgos y las personas o los mercados que están expuestos a ellos.

De lo que sí se deben cuidar muy bien tanto los gobiernos en general como los reguladores es de permitir que se llegue a una situación donde haya unas pocas entidades o instituciones que experimenten grandes utilidades o grandes pérdidas, y donde el fracaso económico de esas pocas entidades o instituciones desencadene el fracaso de otras. A este efecto de dominó se le conoce con frecuencia como riesgo sistémico.

Considero que es absolutamente aconsejable y hasta indispensable que los legisladores y reguladores traten de evitar la concentración del riesgo. Es cierto que los derivados pueden facilitar el proceso de toma de decisiones en cuanto al nivel de riesgo que se está dispuesto a asumir. Sin embargo, creo que es necesario que los reguladores se concentren

en investigar el *porqué* de la concentración del riesgo más que en el *cómo*.

La experiencia de los Estados Unidos sugiere que la concentración de riesgos puede ocurrir cuando las instituciones tienen incentivos para asumir riesgos en épocas en que su capital es bajo o se encuentra en descenso. En el caso nuestro, el hecho de que existiera un seguro de depósitos respaldado por el gobierno dio lugar a lo que los aseguradores llaman un riesgo moral. Por ejemplo, en la década de los 80, las asociaciones de ahorro y préstamo de los Estados Unidos, las cuales estaban próximas a la quiebra, encontraron muy fácil dedicarse a participar en actividades altamente riesgosas, puesto que el sistema de seguros para depósitos ponían a salvo el patrimonio tanto de sus inversionistas como de sus ahorradores. Es decir, si sus riesgosas apuestas daban buen resultado, ganaban tanto los administradores como los accionistas. Pero si no resultaban, entonces los fondos de seguros estatales, y en últimas los contribuyentes, asumirían las pérdidas. En muchos casos, este proceso de concentración de riesgos ocurrió sin que ni siquiera mediara la utilización de derivados.

A veces se presenta en este campo otro problema y es que la existencia de seguros para los depósitos y el alto nivel de preocupación de los reguladores con respecto al riesgo sistémico pueden llevar a algunas entidades a creer que mientras más grandes sean, más probable será que el gobierno se lance a su rescate en épocas difíciles. De alguna manera piensan que son «demasiado grandes como para fracasar». Desafortunadamente, en los Estados Unidos se creó esta impresión durante la década de 1970 y 1980, cuando el gobierno destinó importantes partidas provenientes de sus recaudos tributarios, a la financiación de unas cuantas compañías grandes que se encontraban en problemas. Eso pudo haber llevado a otras compañías a volverse más audaces y a crecer a ritmos más acelerados, aunque eso significase asumir riesgos mayores en épocas de escasez de capital.

Recientemente, el Congreso de los Estados Unidos ha tomado algunas medidas tendientes a reducir o a eliminar entre los bancos el concepto de ser «demasiado grandes como para fracasar», dándoles a los

reguladores más herramientas con las cuales intervenir a tiempo y permitiéndoles hasta cerrar los bancos antes de que quiebren. También, como consecuencia del Acuerdo de Basilea, se han aumentado los requisitos de capital para las entidades financieras. Esperamos que con estas medidas haya podido controlarse esa mentalidad de ser «demasiado grande como para fracasar».

El motivo por el cual quería compartir con ustedes mis ideas sobre los seguros de depósito y la mentalidad de querer crecer hasta llegar a ser «demasiado grande para fracasar» es que estos dos conceptos pueden conducir a niveles verdaderamente malsanos en materia de concentración de riesgos. Aunque los derivados pueden utilizarse con el fin de asumir algunos riesgos, y pueden encontrarse a veces en la cartera de algunas entidades cuando éstas fracasan o tienen problemas, hay que reconocer que no son éstos en sí los que ocasionan la concentración excesiva de riesgos. Es decir, que los derivados pueden precipitar los resultados, pero no son la razón principal del resultado.

A título de conclusión, veo los riesgos que asumen las entidades financieras desde un punto de vista más amplio, como lo hace la mayoría de los banqueros en los bancos de emisión. Aunque creo firmemente que la administración de estas entidades debe imponer estrictos controles a la utilización de instrumentos derivados, no culpo a los derivados en sí por todos los problemas que han aflorado y que hemos visto en la prensa últimamente. Todavía creo que el gran problema reside en políticas como las del exceso de seguros respaldados por el gobierno y el concepto de ser «demasiado grande como para fracasar», las cuales constituyen un incentivo para que las entidades que tienen menos que perder se lancen en busca de la expansión a través de actividades excesivamente riesgosas.

Luis Gabriel Jaramillo
Gerente Banca de Inversión
Durán Casas

INTRODUCCION

Sea lo primero, agradecer la amable invitación de la Asociación Bancaria para participar en este evento y compartir con ustedes este foro, reconocido por su alto nivel como escenario de discusiones y decisiones trascendentales para la vida económica del país.

En los siguientes veinte minutos, ocuparé su atención con el siguiente plan, que considero, contiene los puntos más relevantes del tema de la exposición.

El país cada vez más consciente de los retos de la apertura, viene entendiendo que los riesgos existen y que con ellos hay que aprender a administrarlos. En muchas oportunidades los riesgos que se asumen no revelan el conocimiento claro y preciso de estos, incrementándose en algunos casos el nivel de riesgo asumido, bajo condiciones similares.

Un ejemplo claro de ello se presenta en el sistema financiero, pues los procedimientos contables que hasta la fecha han existido en el país para valorar las inversiones, han permitido a las entidades asumir riesgos más grandes, sin control, sin administración y lo que es peor aún, sin conocimiento. Estos sistemas contables o de valoración han colocado a muchas entidades a participar en el mejor de los mundos: No correr

riesgos, presentando en sus estados financieros siempre utilidades, nunca pérdidas.

Dentro de los riesgos financieros, conocidos por el mercado, al que más atención se le ha prestado es al de solvencia. Riesgos como el de mercado, comúnmente conocido como el de tasas de interés, o el de liquidez, no eran considerados. Las herramientas para administrar los riesgos no pasaban de ser unos procedimientos de análisis de crédito, y las herramientas para administrar los riesgos de mercado, conocidas como derivados, no se utilizaban. Y es obvio, el uso de estas herramientas no puede implementarse en un mercado que carezca del conocimiento y de la presencia de este tipo de riesgo o que si los conoce no está dispuesto a revelar los riesgos asumidos.

El gran reto que se presenta en el mercado invita a la necesidad de un cambio de mentalidad por parte de las entidades, reflejado, entre otras cosas, en una mejor planeación y administración de los riesgos. Por lo tanto, a los derivados no sólo se les abre la oportunidad de ser un mercado potencialmente inmenso, sino que se convierten en necesarios y fundamentales para quienes posean portafolios o inversiones financieras.

Hay necesidad de crear en el país una cultura de riesgo que permita desarrollar un mercado de capitales más profundo y amplio, y que a base de administrar el riesgo con sus debidas herramientas, le dé valor agregado a la economía del país y se traduzca en un mayor nivel de ahorros.

ANTECEDENTES

Quizás la herramienta o «derivado» –sí así se le puede llamar– más conocida en el mercado colombiano son los Carruseles. Surgieron, en mi opinión, más como respuesta a la necesidad del mercado en garantizar en forma privada una liquidez temporal o definitiva de una inversión, que en defenderse de los riesgos de tasa de interés. Muchos ganaron y

también muchos dejaron de ganar, pero muy pocos perdieron. Su importancia fue tal, que rezagaron el nacimiento de herramientas mejor diseñadas para administrar los riesgos de mercado, tales como los denominados «Forwards». Se puede ratificar también esta importancia observando la legislación tributaria donde los contratos de carrusel se consideran exentos de impuestos de timbre mientras que los forwards no. Hoy comienza a abrirse paso la tesis de convertir los carruseles en forwards de tasa de interés, para permitir una mayor profundización y claridad del mercado de capitales.

Cuando los organismos de vigilancia y control exigieron a las entidades una mayor cantidad de requisitos y formalismos para constituir carruseles, y así disminuir riesgos tales como los de solvencia, las entidades encontraron en los mercados organizados otro sistema menos controlado denominado «Operaciones a Plazo». Dicha operación muy pronto inició un rápido crecimiento, pero de nuevo fue controlado por los organismos de vigilancia y por las bolsas. La operación se caracteriza por poseer una legislación que permite adaptarse fácilmente a diferentes tipos de negocios, entre otros para servir como herramienta parcial para controlar el riesgo de mercado. Pero su legislación es precisamente su debilidad, pues se convierte en una operación fácilmente vulnerable, lo que no le permite su apropiado desarrollo.

Pero, de otra parte, es indudable que estas dos herramientas permitieron incrementar en los últimos años el nivel del plazo promedio de las emisiones, o al menos colaboraron en la siembra que facilitó la colonización de plazos más amplios para dichas emisiones. Sin embargo, con el incremento del nivel de plazo no se aprovechó la ventaja que dichas herramientas podrían haber permitido –al menos en forma parcial– de haber iniciado una conformación de una verdadera estructura de tasas de interés en el país que reflejara el nivel de las expectativas de economías. Una de las razones, si no la más importante, es que estas herramientas no sirven adecuadamente para administrar los riesgos de mercado –un riesgo muy poco conocido aún en el mercado colombiano– pues las recompras sucesivas o posteriores se hacen en forma privada o particular independientemente de los valores del mercado. Por lo tanto, por falta de profundidad en el negocio, ante las primeras exigencias por parte de

los organismos de control el volumen disminuyó sustancialmente. Sin embargo, estas operaciones constituyen la gran oportunidad para desarrollar los primeros negocios de forwards de tasas de interés que efectivamente permitan cubrir los riesgos de mercado.

El desarrollo desordenado y poco estructurado del crecimiento del nivel de plazos de los portafolios y mejor aún del crecimiento de la duración de dichos portafolios, originó el nacimiento de un tercer derivado en el país: los denominados Swaps de papeles. Efectivamente, las tasas del mercado han venido creciendo más de lo esperado por el mismo mercado, lo que ha ocasionado una reacción general en buscar alternativas. Entre otras, se busca redistribuir la rentabilidad de las inversiones reestructurando dentro de su plazo total, plazos intermedios o rentabilidades diferentes, permitiendo a las entidades mejorar la rentabilidad del portafolio en el corto plazo a costa de la rentabilidad futura.

Otra alternativa radica en disminuir o reestructurar los plazos de los portafolios, intercambiando los papeles de largo plazo sin pérdidas contables, por papeles de corto plazo a tasas más bajas a las del mercado.

Esta reestructuración de las tasas de interés, al plazo deseado por las entidades, es perfectamente válida bajo el sistema contable que hasta hoy operaba en el país, y fueron precisamente los comisionistas de bolsa quienes hábilmente interpretaron las necesidades del mercado, motivando en forma general, la reestructuración de los portafolios. El sistema contable se prestaba perfectamente para suscitar este tipo de operaciones. La realidad demostró que en general, y ante el incremento de las tasas de interés, la contabilidad no estaba reflejando el verdadero valor económico de los portafolios. Entre otras, se convirtió ésta en una de las principales razones que motivaron la aparición de las resoluciones 200 y 96 de las Superintendencias Bancaria y de Valores, que obligan a que los portafolios se ajusten a sus verdaderos valores de mercado.

Dichas resoluciones determinan a partir de hoy un cambio trascendental en el mercado de capitales financiero: La mentalidad para enfocar los riesgos y por ende para administrarlos, tiene que cambiar

radicalmente. Surge, precisamente aquí, la gran oportunidad para que quienes con visión decidan tomar como propio el reto de cambio de mentalidad que se presenta, y haciendo parte de la nueva cultura de riesgo, lideren a base del capital humano, de las nuevas tecnologías de administración de riesgo y de sus herramientas, la transformación que se inicia a partir de hoy.

SITUACION ACTUAL

La situación actual permitiría, en mi opinión, considerar que los mercados están listos para iniciar el proceso de cambio de mentalidad del que he venido hablando, a pesar de que por razones del crecimiento general de las tasas de interés, las entidades se encuentren más preocupadas –obviamente– de la transición de estas medidas, que del reto de asumir la nueva cultura de riesgo y de cómo administrarla, a partir del 2 de mayo próximo.

En Colombia, en los portafolios las decisiones han sido lideradas por motivaciones impulsivas de compra o venta, más que por procesos estructurados de planeación y proyección, lo cual ha generado y desgraciadamente promovido, un personaje extraño ante los conocedores de mercados más profundos y organizados. Este personaje –conocido como *Trader*– es un individuo con excelentes habilidades para comprar y vender, a quien con iguales habilidades se le demanda la conformación, planeación y estructuración del portafolio de su entidad. Se le exige, igualmente, un adecuado conocimiento para administrar el manejo operativo de las inversiones que realiza; se le ve siempre pendiente del mensajero que atraviesa la ciudad, de la consignación, de los endosos, de la contabilidad y en algunos casos hasta firmando cheques. Y por último, a este «Trader-seudo-economista» no se le perdona el que no tenga una idea clara y estructurada de las proyecciones de la tasa de interés –¿Podría esperarse de un personaje con estas características grandes resultados?–. Sin embargo, sobre esta base se cimienta buena parte de nuestro mercado.

Necesariamente se requiere un cambio de mentalidad frente al riesgo, que a base de una intensa capacitación del recurso humano, interprete adecuadamente el reto que se avecina, y para que con sus propias habilidades asuma el nuevo rol que la institución y el mercado le proponen. La tecnología y el desarrollo de los mercados estructurados ofrecen en administración de portafolios, diferentes procesos y metodologías que aplicados por un recurso humano –debidamente capacitado y estructurado– permiten asumir en forma profesional y profunda, el desarrollo de las nuevas oportunidades.

Sin embargo, estos procesos no se pueden poner en consideración, si el mercado no ofrece los elementos mínimos de cobertura para una adecuada administración del riesgo. Y es precisamente en este punto donde radica una de las dificultades más grandes para asumir apropiadamente el reto propuesto. Como ya se vio, las herramientas que existen o han existido en el mercado para proyectarse en el futuro, no son las herramientas adecuadas para administrar los portafolios. Es así como se ha tratado de promover el desarrollo de las operaciones forward de tasa de interés y de tasa de cambio, así como el desarrollo de una Bolsa de Futuros para transar este tipo de herramientas de cobertura. La promoción de estos dos elementos presenta una serie de dificultades, dificultades que es necesario remover y que paso a considerar a continuación.

OPERACIONES FORWARD

En Colombia, desde hace ya varios años, se han venido realizando en forma puntual y esporádica, operaciones forward de tasa de cambio. Aun cuando la legislación cambiaria es clara en el tipo de operaciones permitidas de esta naturaleza, no existe un verdadero mercado desarrollado, entre otras por las siguientes razones:

- * La tasa de cambio es relativamente proyectable o al menos su volatilidad es manejable,

- * Las tasas de interés reales en Colombia son bastante más altas que las de otros mercados en el exterior, lo que permite asumir mayores riesgos, resguardándose en el nivel de dichas tasas,
- * Las dudas y diferentes interpretaciones en la legislación fiscal: Timbres, IVA y retenciones, no permiten unificar con claridad y transparencia, un sistema uniforme de operación y por lo tanto los mercados no se profundizan,
- * Cada entidad tiene una definición propia de operaciones forward, lo que no le ha permitido al mercado unificar las prácticas de negociación, etc.

Como consecuencia de lo anterior se presenta una situación de volúmenes bajos y márgenes altos, que no permite el adecuado desarrollo de un mercado líquido de herramientas de cobertura.

De otra parte, para las operaciones forward de tasa de interés, aún no se ha iniciado el desarrollo de un mercado, entre otras por las siguientes razones:

- * Los carruseles han suplido, aunque en forma parcial, parte de las necesidades del mercado,
- * Las diferentes interpretaciones fiscales, que comenté con los forwards de tasa de cambio, también operan para este tipo de operaciones,
- * No se ha visto la necesidad de cubrirse contra el riesgo de tasas de interés, precisamente por la posibilidad, hasta hoy, de camuflarse en los sistemas contables,
- * Las entidades se defienden frente a la volatilidad de las tasas a base de repos, sin considerar, por lo tanto, la posibilidad de venta de las inversiones, para no reflejar así las pérdidas o utilidades generadas, etc.

En mi opinión, los cambios que se requieren exigen de las autoridades de promoción y control, el compromiso claro de liderar la unificación de las normas y de las prácticas mínimas a través de las cuales los derivados se deben, regular esto es, prácticas tributarias, contables, y por qué no legales, que aseguren el adecuado uso de las coberturas para poder desarrollar la cultura de riesgo de la que hemos venido hablando.

Un ejemplo típico y fácil de observar se encuentra en la legislación tributaria, donde la ley expresamente exonera del impuesto de timbre a las operaciones sucesivas sobre un mismo título –carruseles–, pero que grava con este impuesto a los forwards, herramienta que responde en forma más adecuada a los retos futuros que se requieren para asumir el nuevo esquema del mercado de capitales.

Es por esto por lo que sugiero, que a través de las entidades gremiales, y aprovechando la reforma tributaria que se discute actualmente en el país, se promueva la exención de timbres a estos contratos, para que las condiciones se igualen a las de los carruseles, y se pueda promover eficientemente el mercado de derivados, eslabón fundamental en el desarrollo de la cultura de riesgo del mercado de capitales.

Otra medida tributaria importante de clarificar por parte de las autoridades, se refiere el cobro del IVA. Se abre camino la tesis de que los forwards no llevan IVA, lastimosamente esta tesis no se fundamenta en definir que la operación no es un servicio, ni en una exención particular, sino en considerar que el cuestionado servicio del forward no tiene valor y por lo tanto no puede tener IVA. Aunque el resultado económico es el mismo, el forward con opción –esta opción sí con valor económico– se considerará un servicio y por lo tanto tiene IVA. Hay necesidad de debatir si es conveniente para el desarrollo y promoción de estos mercados el cobro de este tributo y actuar por lo tanto en consecuencia; otra alternativa, por seguir, retomando la tesis de algunos expertos, es demostrar, efectivamente, que el forward y sus diferentes opciones no son un servicio y que por lo tanto son exentos del IVA. De todas maneras la claridad por parte de las autoridades es fundamental.

BOLSAS DE FUTUROS

Tuve la oportunidad de colaborar con el Ministerio de Hacienda en la elaboración de un estudio en el que se plantearon las bases requeridas para que en Colombia se promueva el montaje de una Bolsa de Futuros. Fue indudablemente una oportunidad muy interesante donde se conocieron y se entendieron las primeras bases necesarias para el prelude de una cultura del riesgo en el país. La determinación del mercado y de su tamaño siempre fueron una gran incógnita, pues quedó claro que no se revelaban adecuadamente los riesgos asumidos, y que por lo tanto pensar en un mercado de derivados que permitiera administrar los riesgos en forma más eficiente, era una utopía. Fue necesario, entonces, iniciar la creación de los elementos que permitieran motivar la necesidad de utilizar las herramientas de cobertura. Fue así como se consideró esencial la implementación de sistemas de valoración a precios de mercado en los portafolios de las instituciones. Sin esta medida, el montaje de una Bolsa de Futuros –considerada una inversión de altos recursos– no pasaba de ser un sueño, que hoy gracias a las resoluciones 200 y 96 de las superintendencias puede comenzar a hacerse realidad.

Tengo entendido que las bolsas del país adelantan los estudios necesarios para implementar una Bolsa de Futuros en el país. Anhele que dicha idea se convierta en realidad lo más pronto posible, e invito a las demás entidades financieras para que apoyen esta iniciativa que será vital para el desarrollo del mercado de capitales.

Sin embargo, la dificultad más importante no es de índole económica ni comercial, como ya lo comenté, sino de índole legal. En Colombia la ley 35 de 1993 dictó las normas generales y señaló los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el gobierno nacional para regular las actividades financieras, bursátil y aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público.

Surge inmediatamente la duda, por parte de los curiosos de estos temas legales, de si el mercado de futuros, por ser un mercado de contratos privados, no cedibles entre la Cámara de Compensación de la Bolsa de Futuros y los clientes, puede ser enmarcado dentro del sistema

bursátil, definido como un mercado público de valores. Lo que es más osado aún, es considerar regulado este mercado de contratos privados, dentro del mercado financiero y menos todavía dentro del mercado asegurador. Por lo tanto, si la tesis anterior es válida, es obvio que se requiere una ley que enmarque dicho mercado. Efectivamente, si se considerara que este mercado no puede ser regulado con base en estas normas, yo me atrevería a sugerir, invitando a todos los participantes potenciales, para que colaboremos con la promoción de una ley por parte del Congreso que sea adecuada, actualizada y eficiente, según los nuevos vientos que se respiran en otros mercados de capitales, y que enmarque así, todo el mercado de los derivados.

Para aquellos, para quienes la tesis anterior no es válida, considero que es posible iniciar este desarrollo acogiendo a éstas u otras leyes y regulaciones existentes, pero sin olvidar jamás que por ser este un mercado de alto riesgo, es conveniente precisamente para no incrementar este riesgo, que la normativa que lo regule haya sido inspirada en este mercado y, por lo tanto, bajo esta segunda tesis me atrevo a sugerir de nuevo la consideración de una ley marco.

Por último, sin olvidar que es algo importante, que en virtud del escaso tiempo no entro a profundizar, considero que dentro de esta ley marco, además de las normas que deben regir una Bolsa de Futuros, se deben plasmar también las normas relevantes a todo el mercado de opciones, públicas o privadas, y al desarrollo de los *Swaps* de tasas de interés y de tasas de cambio, derivados aún poco conocidos en Colombia.

EL FUTURO

El mercado se encuentra así, ante una oportunidad llena de dilemas, de opciones y de caminos por recorrer. Son varias las alternativas que se presentan, pero quizás en la única que todos compartirían el mismo criterio es en la que se requiere por parte de los actores del mercado y de los reguladores de un cambio de mentalidad frente al riesgo. Sin esta claridad

considero sumamente peligroso enfrentar el futuro y por lo tanto garantizar su éxito.

El cambio de mentalidad requiere, por parte de los agentes reguladores, no sólo que se adapten las normas –como es obvio– a este nuevo reto, sino que las actividades especulativas se acepten, sean bien vistas, y se consideren necesarias, según las condiciones propias de cada individuo o entidad. Difícil esta tarea para organismos acostumbrados a regular y no a desregular. El criterio de la autorregulación, sobre el que no me pienso extender, plantea otro gran reto para superar por parte del mercado para llevar con éxito esta nueva cultura del riesgo. Podríamos, invocando a la justicia, considerar que la resolución 200 de la Superbancaria es el inicio de una nueva etapa de autorregulación, con un camino supremamente largo y tedioso por recorrer. ¿Pero están las entidades dispuestas mentalmente a asumir esta nueva responsabilidad? Se inicia así un nuevo e importante reto para este mundo de diversos riesgos.

El cambio de mentalidad requiere también por parte de los actores del mercado, que se promueva la administración de portafolios y el uso adecuado de los derivados y de otros instrumentos de coberturas. En definitiva, entender que la oportunidad y la regla del juego próximas están en la determinación, el manejo y la administración del riesgo; sin estos elementos será difícil triunfar. Además, algunos participantes verán la oportunidad de invertir algunos recursos adicionales participando en las Bolsa de Futuros, en su Cámara de Compensación, o en actividades especulativas según los niveles de riesgo deseados, o simplemente utilizando este sistema para cubrir sus propias inversiones.

Dentro del nuevo escenario que se plantea, con las resoluciones de valoración a precios de mercado, surge un gran dilema para las entidades: «Administrar el riesgo sin elementos adecuados de cobertura». No veo cercana –y espero equivocarme– la reglamentación necesaria, ni mucho menos las leyes que en mi opinión se requieren para desarrollar adecuadamente un mercado profundo de capitales. Por esto los participantes del mercado deberán meditar con qué profundidad y profesionalismo desean asumir este reto, pero sin olvidar que aunque el

riesgo se incrementa por las carencias legales que he comentado, la oportunidad de tener una buena participación comienza desde hoy con las resoluciones de valoración.

Y si el reto es asumido por los participantes, seguramente los cambios se dirigirán a administrar portafolios abiertos con costos por ejercer las opciones de retiro de fondos, portafolios cerrados con riesgos muy bien definidos, incremento de posiciones especulativas, nacimiento de los *market makers*, etc. Adicionalmente se presentará una gran oportunidad para las entidades, que con el apoyo de una asesoría profesional, que conozca el mercado con la capacidad e inteligencia de interpretar sus cambios, logren identificar los nuevos nichos del mercado.

Habrà seguramente también cambios en los pasivos y en especial en la forma de asumir sus costos. La estructura de tasas de interés, que requerirá el mercado para disminuir los riesgos de tasas de interés, permitirá conformar curvas en los establecimientos de crédito, que servirán de base a las entidades para medir su nivel de costos de captación frente al mercado, en forma más precisa. Con esta base se estructurarán las tasas futuras de negociación, elemento básico de los derivados, y sin los cuales el ciclo de formación de un mercado de capitales más profundo y el desarrollo de una cultura de riesgo es una utopía. Se podría, finalmente, afirmar que el mercado de derivados está maduro en el país, el día en que las tasas de captación presentes sean tan sólo un reflejo de las expectativas futuras de las tasas de interés, y no de la liquidez actual expresada en razones hasta hoy conocidas como el pago de impuestos, principio o fin de bisemana, pago de primas o cesantías, o quizás el fin de año.

CONCLUSIONES

He querido, en esta corta exposición, presentar a ustedes un abanico de dilemas y oportunidades que en mi opinión se avecinan y de las cuales nadie podrá esconderse. Sólo, si las entidades regulatorias, a todo nivel,

los participantes en el mercado, los clientes y por qué no, los medios y sistemas de información, comprenden la importancia de montar un mercado profesional, capacitado, responsable y sano de derivados, se podrá crear en el país una verdadera cultura de riesgo, que beneficie el desarrollo del mercado de capitales y por ende el incremento del ahorro en el país. De esta forma las oportunidades de que he venido hablando, serán menos riesgosas, más sólidas y por lo tanto más duraderas.

En consecuencia, las entidades regulatorias y de control, los agentes del mercado, los clientes, es decir, todos ustedes, tienen la palabra.

LA ESTRATEGIA DE FINANCIAMIENTO PÚBLICO PARA LOS PRÓXIMOS AÑOS

Clemente del Valle

Director General de Crédito Público

Ministerio de Hacienda

Quiero aprovechar la oportunidad que me da la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras para hacerles una presentación sobre la estrategia de endeudamiento del sector público colombiano.

La ASOBANCARIA me había solicitado que hablara sobre el tema de endeudamiento externo, pero decidí que también voy a cubrir, al final, el tema de endeudamiento interno, que creo que es un tema que se ha vuelto de enorme importancia, dada la discusión que hay sobre las tasas de interés. Haré una breve mención al tema del financiamiento de la infraestructura por parte del sector privado y las implicaciones que puede tener esto en la estrategia del gobierno del financiamiento del sector público.

EL ENDEUDAMIENTO EXTERNO PUBLICO

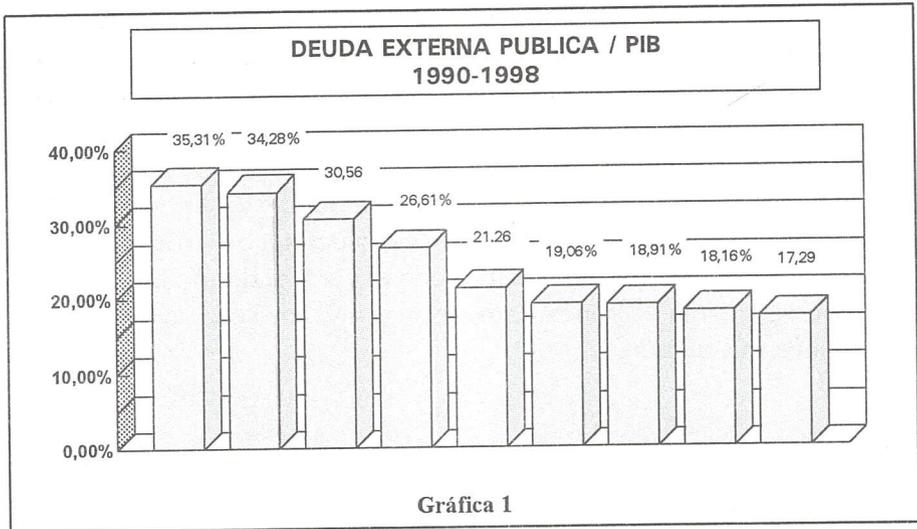
Sobre el tema de endeudamiento externo quiero empezar mostrándoles un cuadro que indica cuáles son las necesidades del gobierno en términos de desembolsos, de recursos, de deuda externa que va a requerir en los próximos cuatro años. Quiero que se concentren en los totales y posteriormente volveré a esta gráfica para mostrarles la distribución por fuentes. (Cuadro 1)

NECESIDADES SEGUN PRESTAMISTAS				
Prestatarios	1995	1996	1997	1998
Gobierno nacional	6,701	7,616	8,115	8,750
Seguimiento financiero	2,620	2,682	2,662	2,749
Sector eléctrico	2,186	2,067	2,013	1,923
Sector públ. financiero	1,979	2,084	2,007	1,880
Banco de la República	219	246	229	212
Otros	833	737	837	773
Total deuda	14,537	15,431	15,862	16,287
Cuadro 1				

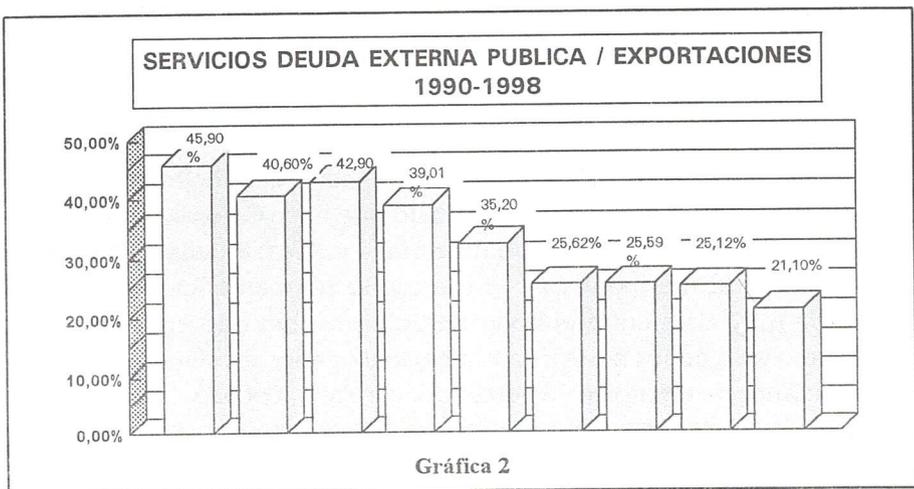
Estamos hablando de un promedio de alrededor de 2,2 billones de dólares por año de requerimientos de deuda externa del gobierno, en términos de desembolso, no estrictamente de contrataciones. El rol de las entidades financieras o del financiamiento de los mercados financieros, juega un papel muy importante

La preocupación que siempre surge cuando se habla de los niveles de endeudamiento del gobierno, es si está siendo sano en su manejo financiero y si está manteniendo unos indicadores de endeudamiento acordes con la capacidad real de pago.

En la gráfica que presentamos (deuda externa pública/PIB), el nivel de endeudamiento, medido como saldo de deuda externa sobre PIB, desde la administración pasada venía en forma creciente, y descendente el nivel de este indicador, en términos de saldo de deuda sobre PIB. La estrategia de financiamiento en el nivel de endeudamiento y de desembolso de los próximos cuatro años, no está afectando esa tendencia; el gobierno sigue empeñado y su objetivo es mantener y seguir en ese proceso de reducirla; indudablemente el nivel y la velocidad se van reduciendo. (Gráfica 1)



Si miramos otro indicador —el de servicio de deuda externa sobre exportaciones— los niveles en términos de lo que los bancos extranjeros y la administración considerarían sanos, esta estrategia sigue manteniendo unos indicadores bastante interesantes. Vale la pena destacar que es poco notorio el brinco para abajo del servicio, pero ahí hay un elemento que distorsiona un poco la estadística. (Gráfica 2)



La administración pasada, sobre todo en los últimos dos años, hizo un gran esfuerzo por sustituir deuda, una deuda muy costosa que tenía el gobierno en diferentes fuentes, desde multilaterales hasta otro tipo de fuentes, y empezó a incursionar en el mercado de capitales, lo cual indudablemente tiene un efecto en las amortizaciones de los años que siguen y que explica en buena parte la caída que se ve a partir de 1994 en adelante, porque se sustituyó una estructura de crédito con un escalamiento de amortizaciones, por una estructura donde hay un pago final de un esquema de bonos. Esto afecta el nivel de servicio de la deuda de los años que siguen.

LA ESTRATEGIA DE FINANCIAMIENTO PUBLICO

El objetivo más importante que tiene este gobierno y el país, es el de consolidar la imagen de Colombia como un buen prestatario. Por primera vez, después de 20 años de un esfuerzo muy importante por diferenciarse y porque se le reconozca su manejo sano y ortodoxo de la economía, empezamos a percibir los resultados de esa estrategia en los mercados internacionales. La responsabilidad que tiene este gobierno es la de consolidar ese esquema y lograr la diferenciación de Colombia frente a otros países y a otros emisores. Este es, tal vez, uno de los principales objetivos que tenemos y que queremos compartir con el sector privado. Es una responsabilidad que el gobierno quiere liderar, pero que también es de enorme importancia que el sector privado comparta y fortalezca.

Un ejemplo de esta diferenciación y de este reconocimiento en los mercados internacionales sobre el trabajo que hace Colombia en vender la imagen de buen prestatario, lo muestra la gráfica. En ella se hace una comparación de tres bonos en el mercado norteamericano. Hay una diferencia muy clara entre el bono de Colombia emitido en febrero del año pasado y los bonos norteamericanos de diez años. Es clara la diferencia entre el comportamiento en el mercado secundario, del papel de Colombia frente al papel de Argentina y el de un banco muy representativo de Méjico. (Gráfica 3).



Incluso en los peores momentos de la crisis –tomé una serie relativamente reciente desde principios de diciembre hasta el día de hoy– se puede ver la dispersión, la forma en que Colombia se diferencia, mantiene un cierto grado de estabilidad. Tuvo un pequeño pico a principios de enero, cuando el paquete de Méjico no aparecía y se empezó a crear una enorme incertidumbre en los mercados. Esto afectó puntualmente, por unos días, el comportamiento del mercado secundario de nuestro papel. Es sorprendente ver cómo Colombia tiene un comportamiento excepcional en los mercados internacionales, al compararlo con emisores de similar calificación de riesgo en la región y con otros países emergentes.

Si miramos el caso de la emisión de bonos norteamericanos, de cinco años, comparándolos con la emisión colombiana de la FEN y con la emisión del global de Argentina también de cinco años, se ve claramente la enorme dispersión con el papel colombiano. Uno ve el incremento en la dispersión del papel del emisor de FEN. Esto en parte lo explica el comportamiento más estable del mercado norteamericano frente al mercado del eurodólar y que profundizaré posteriormente al explicar por qué era importante para Colombia entrar en ese mercado más estable. (Gráfica 4)



Gráfica 4

Para garantizar y consolidar esa imagen de buen prestatario, lo importante es que Colombia siga manejando en forma eficiente y sana su macroeconomía. Esa es una responsabilidad que tiene el gobierno y es lo que diferencia a Colombia de otros países. Es una meta que debe ser consistente con el objetivo de consolidar la imagen de buen prestatario.

Hay otra serie de acciones que adelanta el gobierno, en aras de lograr este objetivo, como es el control de calidad de los otros prestatarios públicos. Cuando se habla de la descentralización –objetivo completamente deseable e importante para el país, no obstante el tema de endeudamiento–, hemos sido conservadores en este proceso de descentralización y en tratar de mantener un cierto grado de centralismo en el manejo del endeudamiento externo. La ley 80 de 1993, artículo 41, y el decreto 2681 de 1993, obligan a las entidades públicas a ir al Ministerio de Hacienda y al Departamento Nacional de Planeación división de crédito público a pedir autorización de endeudamiento externo, lo cual, aun cuando suene bastante burocrático y centralista, sigue siendo un elemento muy importante para garantizar que haya un control de calidad en las emisiones. Nosotros queremos ser los primeros en servir de ejemplo al sector privado, en garantizar que hay control de calidad,

queremos estar al día en qué emisores y qué entidades salen a los mercados internacionales.

EL ENDEUDAMIENTO DESCENTRALIZADO REGIONAL

Es indudablemente una preocupación del gobierno, el garantizar que el endeudamiento de las entidades territoriales y municipales no entre en un proceso de desorden. Se está trabajando en la actualidad en una ley de endeudamiento municipal, cuya filosofía principal es estimular el ahorro. Es premiar a quienes hagan un trabajo importante de generación de ahorro hacia adelante; la entidad que muestre un esquema y un plan de generación de ahorro, merece un mayor cupo de endeudamiento. Esa es la filosofía que hay detrás de este esquema que estamos trabajando.

Otra ventaja que tiene ese esquema de centralismo tiene que ver con garantizar una coordinación en el tiempo de la salida de los emisores y garantizar que haya un adecuado seguimiento del mercado secundario.

Si se analiza el comportamiento exitoso de Colombia en el mercado secundario, en gran medida tiene que ver con los actores macroeconómicos, el comportamiento y su capacidad de venderse en los mercados, pero también en parte es el trabajo de seguimiento que se hace sobre los agentes y sobre las mismas entidades que han trabajado responsablemente con Colombia, para garantizar que su papel tenga un buen comportamiento secundario, garantizando liquidez cuando es necesario.

Otro aspecto importante es el de consolidar esta imagen sobre la que está trabajando la administración y que está íntimamente ligada con la información. Uno de los aspectos que más criticaron a la administración mejicana durante la crisis fue el mal manejo de la información a los mercados. Es una responsabilidad fundamental de quien entra a los mercados en forma activa, garantizar un flujo continuo, permanente y responsable de información a quienes compran su papel o a quienes son sus prestamistas.

El gobierno creó un comité de imagen interinstitucional, conformado no solamente por personas del gobierno relacionadas con el tema de la presencia de Colombia en los mercados internacionales, sino también con entidades del sector privado que tienen un rol muy importante en garantizar que haya una buena coordinación e imagen uniforme de Colombia en los mercados. La consistencia y la unificación del mensaje que se dé en los mercados internacionales, muestra una imagen de coherencia y coordinación interna del país, entre el sector privado y el público.

El proceso de creación y consolidación de imagen de buen prestatario, tiene que ver con el tema de las agencias de calificación de riesgo. Es un tema difícil, pero Colombia ha logrado un importante reconocimiento en todas ellas; no obstante, aún no es lo suficiente y uniformemente apreciada en su manejo en todas las agencias calificadoras. No quiero darle demasiada importancia a una sola entidad calificadora, pero creo que es un reto, no solamente para el sector público, sino en general para todo el país, el lograr un reconocimiento justo que requiere. Tal vez, una de las razones principales para no alcanzar esta calificación sería si Colombia no demuestra responsabilidad en el manejo de su bonanza petrolera.

En forma un poco paternalista, quienes lo afirman sienten que las experiencias de otros países en el manejo de su bonanza han demostrado que no han podido manejar ese *boom* de ingresos y se han vuelto países monoexportadores, afectando su desarrollo económico y su proceso de distribución de ingresos. Lo que es claro en el gobierno y constituye un reto, es el demostrar que Colombia tiene capacidad de manejar un *boom*. Se están haciendo esfuerzos para crear un Fondo de Estabilización Petrolera, para tratar de garantizar una mayor estabilidad en los flujos. Son el tipo de manifestaciones explícitas del país para mostrar que sí puede y va a saber manejar su bonanza.

La responsabilidad nuestra, con apoyo y coordinación del sector privado, es poderles demostrar a las agencias de calificación que lo podemos hacer y lo estamos haciendo. Si logramos enviar este mensaje, que es una prioridad nuestra, Colombia va a lograr su calificación, lo cual

sería un paso más en consolidar este proceso de diferenciación para Colombia. (ver cuadros 1 y 2).

FORTALECIMIENTO DE LA DIVERSIFICACION DE FUENTES Y MERCADOS

El segundo aspecto importante de la estrategia de esta administración en su endeudamiento externo, tiene que ver con el fortalecimiento de la diversificación de sus fuentes y de los mercados, y, por tanto, de la ampliación del mercado o del acceso de recursos que va a tener hacia adelante.

Esto es importante, no solamente en la estrategia del gobierno central y de las entidades del sector público, sino que tiene mucho que ver con el poder establecer la base para que el sector privado tenga acceso a esos mercados ampliados y se pueda garantizar la viabilidad financiera de este objetivo principal del gobierno de lograr una importante inversión del sector privado en el sector de infraestructura, que va a requerir importantes montos de recursos para financiarlos. Por lo tanto, nuestra responsabilidad como gobierno es no sólo garantizar financiamiento, sino ampliar la base y los mercados para que el sector privado tenga el acceso a esos recursos.

LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES. MERCADO DE CAPITALES Y MERCADO BANCARIO

¿Qué queremos hacer y lograr en ese campo? Antes de entrar en el tema, podemos apreciar en el cuadro y ver la estructura por fuentes del endeudamiento del gobierno, por saldos (cuadro Diversificación saldos USD). La idea es lograr al final de los cuatro años, mantener esa estructura de diversificación que el gobierno anterior tenía. Habrá diferencia de composición en el rubro de mercado financiero, porque en el pasado pesaba mucho la financiación de la banca comercial y para los próximos años se busca incrementar la participación del mercado de capitales.

DIVERSIFICACION (SALDOS USD)				
Acreeedor	1995	1996	1997	1998
Mdo. Financiero	6,399	6,787	6,926	7,222
Entidades bilaterales	1,588	1,592	1,541	1,539
Multilaterales	5,886	6,290	6,608	6,729
Proveedores	664	761	786	795
Total deuda	14,537	15,431	15,862	16,287

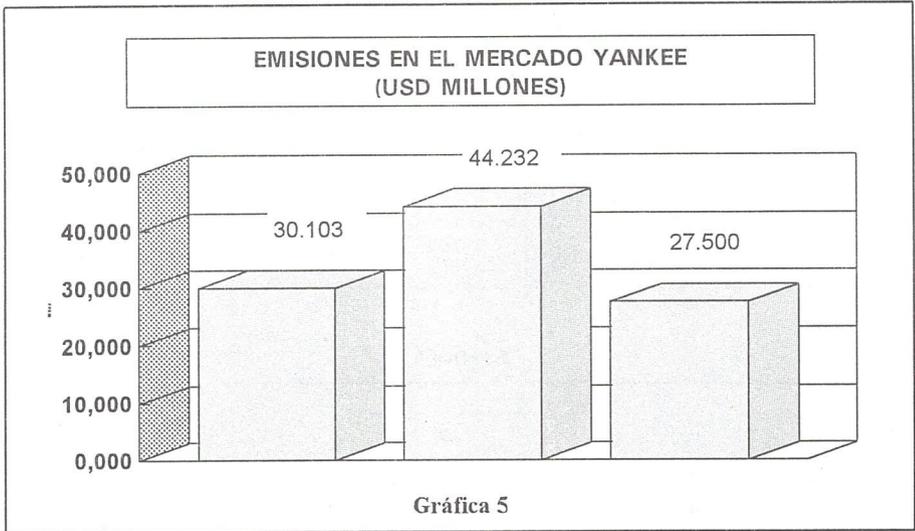
Cuadro 2

Uno de los retos en esta diversificación es lograr una estructura mucho más flexible en términos de plazos, monedas, mercados, inversionistas, tasas. Disponer hoy de un acceso creciente al mercado de capitales, nos está abriendo la posibilidad de tener gran flexibilidad en la financiación futura, lo cual era difícil cuando se dependía de la banca multilateral, la bilateral o de esquemas de refinanciación en los años ochenta, donde esa flexibilidad no se tenía. Uno de los ejemplos importantes de la estrategia de diversificación de mercados, inversionistas, fue la decisión de entrar en el mercado norteamericano. Cuando en febrero del año pasado el gobierno nacional decidió incursionar en dicho mercado, se abrió una compuerta interesante para el mercado de capitales en Colombia.

EVOLUCION TOTAL DE ESTE MERCADO EN LOS ULTIMOS TRES AÑOS

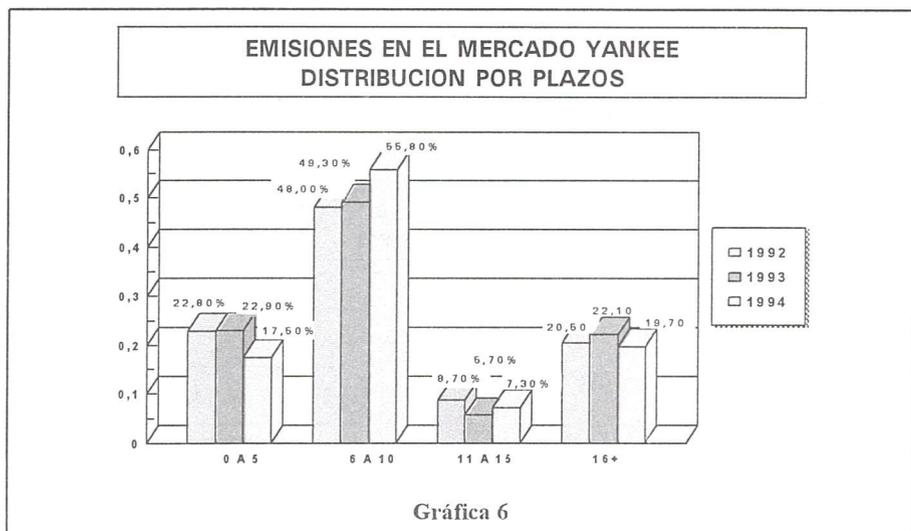
1994 fue un año que, por los resultados de las diferentes entidades y por la situación del mercado norteamericano, se vio afectado. Los volúmenes cayeron; sin embargo, sigue siendo un mercado importante y muy especializado. Es un mercado para emisores no americanos, —empresas

y países soberanos, cuyos emisores o cuyo papel está registrado—. Es un nicho de mercado muy grande e importante para nuestra estrategia de diversificación. (Gráfica 5).



Algunas de las características de este mercado tienen que ver con la madurez. Cuando uno compara el mercado norteamericano con el mercado del eurodólar, observamos que este último es mucho más grande, pero con ciertas restricciones en el aspecto de la madurez. El mercado del eurodólar está muy concentrado en los plazos más cortos, tres a cinco años, mientras que el norteamericano está concentrado entre los seis y los diez años, incluso entre los diez y los treinta años, donde aún hay posibilidades. Colombia, en diciembre del año pasado fue muy exitosa en la primera colocación; una de las más impresionantes colocaciones de un papel de 16 años, para el proyecto de la emisión de bonos de Centragas.

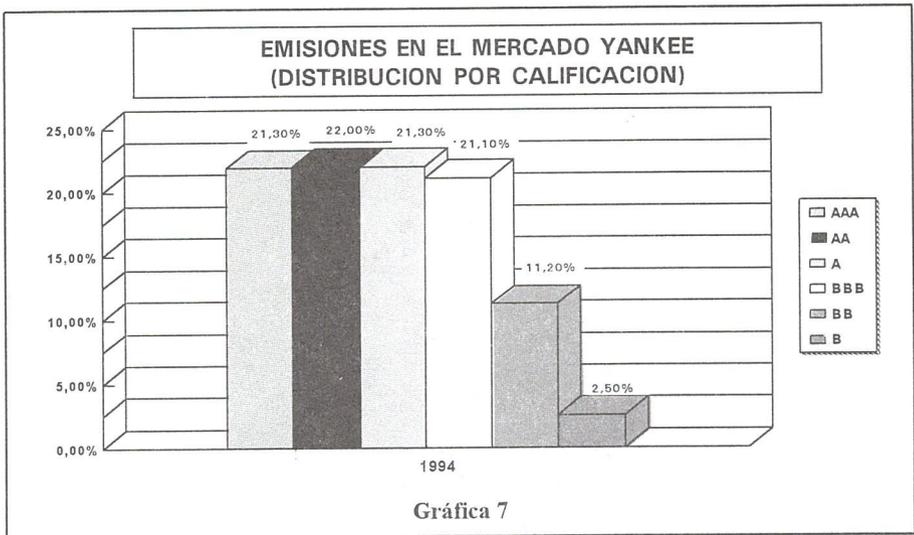
El hecho de haber tenido como referencia una emisión norteamericana a diez años, facilitaba el mercadeo de un papel de 16 años cuya vida promedio era de 11, o 10,7 años. Tener una tasa de referencia como era el caso de este papel de diez años, ayudó a que esa operación se pudiera hacer en ese plazo. (Gráfica 6)



Otra característica que tiene el mercado norteamericano es la importancia que poseen las calificaciones de riesgo de los emisores porque son fondos muy especializados y muy grandes. Más del 60% está concentrado en emisores A, AA o AAA; un 33% está concentrado en el emisor de calificación B y esto es bien importante porque si se compara con otros países de América Latina, solamente Colombia y Chile tienen una calificación BBB, menos o más. Es un factor interesante, porque si uno confronta emisores corporativos BBB, en los Estados Unidos, con la misma calificación de Colombia, las tasas que está pagando ese emisor son más o menos de 100 ó 150 puntos sobre el tesoro, mientras que Colombia, en la actualidad, está más o menos cotizándose alrededor de 220 ó 240, lo cual le abre el apetito a inversionistas institucionales para que vean con mucho más interés un emisor como Colombia.

Hay una comparación de dos emisiones: La de diez años de Colombia y la del yanqui de febrero del año pasado vs. la emisión del yanqui de octubre, de cinco años. Lo interesante de ese cuadro realmente es ver cómo cambió la composición de los inversionistas institucionales entre las dos emisiones. En la primera emisión, el inversionista que más predominó fue el de los administradores de fondos, cerca de un 60%; la

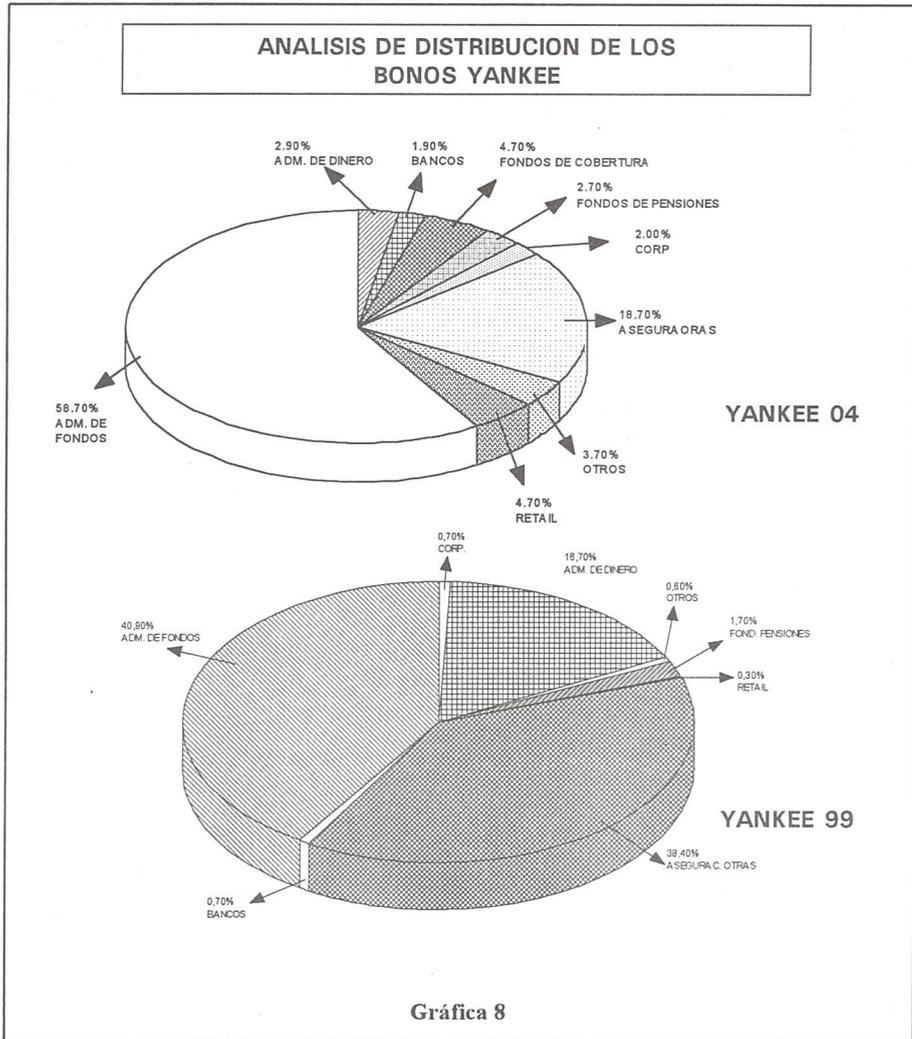
entrada de las compañías de seguros fue muy importante, más o menos un nivel de 20%. La gran diferencia con la emisión de octubre fue el incremento significativo de las compañías de seguros que son los inversionistas de mayor plazo en el mercado norteamericano. Se pasó del 20% a cerca del 40% en su participación, en la compra de los papeles colombianos. (Gráfica 7)



Se incrementaron los administradores de dinero y se redujeron los administradores de fondos, que son los inversionistas más especulativos y más seguidores, que le introducen un poco más de inestabilidad al mercado. Siguen siendo muy importantes, pero la mezcla que ya se logró en la última emisión es similar a la estructura misma del mercado yanqui. Es una mezcla más estable hacia adelante. (Gráfica 8)

El mercado-moneda

La administración pasada ya había empezado a incursionar en el mercado-moneda. Colombia ha sido muy tímida en la exploración de las



ventanas de oportunidad que tienen los mercados locales específicos como el japonés o el mercado del marco. En la actual coyuntura, el país puede incursionar con éxito en el mercado detallista que es diez veces más grande que el del inversionista institucional y ofrece niveles de tasas que en muchos casos son negativas, al igual que opciones diversas de madurez y dando cabida a los países.

Es una oportunidad que el gobierno va a explorar, porque en la medida en que el gobierno entre y establezca un *benchmark* en ese mercado, que ya lo inició en la administración pasada con una emisión de un samurai, ahora estaría explorando la posibilidad de hacer un euroyen, que también va a fortalecer la presencia de Colombia en el mercado asiático y a abrirle otras ventanas al sector privado.

En el campo de los créditos indicados, Colombia quiere seguir teniendo unas buenas relaciones y quiere seguir trabajando con la banca comercial. Yo creo que la idea que se tuvo de que se pretendía sustituir el financiamiento de la banca comercial, por el mercado de capitales, no es el objetivo; el objetivo es buscar una mezcla de esas dos fuentes. Tiene muchas ventajas –en términos de diversificación de riesgo–, mantener una activa relación con la banca comercial.

Aunque es un mercado de tasa variable y de plazos más cortos, tiene una enorme ventaja frente al mercado de capitales: La tradición y el tiempo de trabajo que ha tenido Colombia con la banca comercial, ha permitido que ésta posea un excelente conocimiento de Colombia y por tanto lo haga un prestamista más profundo en su análisis y más estable y permanente en su relación con nuestro país. Es importante mantener esa relación. Vamos a tratar de estructurar una operación pequeña de sindicación comercial, que le demuestre a los mercados y a la banca comercial que Colombia quiere seguir hacia adelante, trabajando con ellos.

EMISOR DE REFERENCIA DE LOS MERCADOS

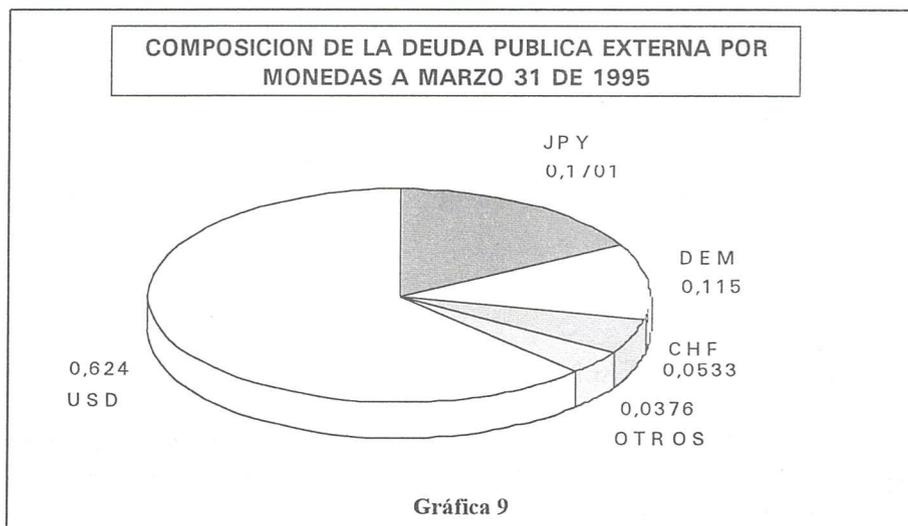
Como tercer elemento de la estrategia de endeudamiento externo del gobierno, está el de seguir siendo el emisor de referencia o *benchmark* de los mercados. Este es un rol muy importante que se le ha reconocido a Colombia y su estrategia no está montada exclusivamente en buscar recursos, sino en desarrollar determinados mercados y mantener una estabilidad y permanencia en esos mercados, de forma tal que le permita al sector privado tener como referencia la emisión del gobierno

colombiano. Yo creo que ese es un objetivo que va a seguir siendo prioritario en la estrategia de endeudamiento externo de Colombia.

COBERTURA DE RIESGOS

El otro punto importante en esta estrategia es el tema de la cobertura de riesgos. Yo creo que se le ha hecho bastante mención en las últimas semanas, incluso en el Congreso, a la importancia que tiene tomar medidas de cobertura cuando hay estos procesos de revaluación de otras monedas frente al dólar.

Claramente la deuda colombiana tiene una composición que aunque importante en dólares, también tiene una concentración alta de otras monedas. Como ven, cerca de 17% son yenes, 11,5 marcos y 62% de dólar. (Gráfica 9).



Si uno lo compara con la estructura de reservas, porque yo creo que parte de un análisis adecuado y técnico de la exposición de Colombia,

no puede simplemente mirar la parte de los pasivos, está largo en su posición en yenes, y corto más bien en su posición en marcos. Yo creo que ese es un mensaje que estamos tratando de manejar, por eso llevamos seis meses trabajando en un proyecto con los cinco bancos más grandes del mundo en el manejo de coberturas, buscando diseñar una estrategia para el manejo integral de nuestro riesgo de monedas; manejo que realmente tenga en cuenta el tema de los activos y no exclusivamente el tema de los pasivos. Igualmente, nos están apoyando en lo que requiere una estrategia profesional y responsable de manejo, que es todo el montaje, la formación, educación del personal, etc.

FUENTES DE FINANCIACION

En el campo de la banca multilateral, Colombia tiene excelentes relaciones con el Banco Mundial, con el BID y esto es algo que estamos fortaleciendo. Al final de la administración pasada se sintieron un poco el BID y el Banco Mundial porque se les prepagó créditos muy costosos, creo que con justa razón. El mensaje de que Colombia tenía posibilidades y opciones, fue un mensaje importante para la banca multilateral.

Eso ha llevado a que se estén discutiendo temas que eran vetados en el Banco Mundial, tales como el prestar al sector privado y en una sola moneda. Una de las críticas que siempre se le hacía a la banca multilateral era su estructura de canasta, una estructura que reflejaba tal vez una política de tesorería de ellos, pero no las necesidades del cliente. El latinoamericano es un cliente cuya estructura está muy centrada en el dólar y por lo tanto créditos con una composición de canasta, que es parte de lo que explica por qué tenemos unas posiciones largas en yenes y marcos. Esa composición que mencioné anteriormente incluye una distribución de los créditos de canasta en más o menos 90%.

Ha habido una respuesta del BID que fue el primero en dar un paso adelante, creó la ventanilla de dólares. El Banco Mundial decidió fortalecer y darle un arranque importante al tema de los créditos en una sola moneda; están pensando en darle la oportunidad al prestatario de llegar a tener hasta el 50% de su créditos en una sola moneda a solicitud del prestatario.

Es un cambio radical y muy importante por parte de los prestamistas multilaterales, que ha sido, en parte, el resultado de una persistencia en la solicitud, pero también en demostrarle que el cliente es quien manda y creo que eso era algo que al Banco Mundial y al BID se les había olvidado.

Estamos tratando de ampliar y diversificar otras fuentes multilaterales y bilaterales. Acabamos de suscribir un convenio con el Banco Europeo de Inversiones, tratando de abrir la puerta de la banca europea, sobre todo para el sector privado. Esa facilidad del Banco Europeo de Inversiones está dirigida a operaciones con el sector privado, no con el sector público, principalmente en los temas de infraestructura. Igualmente se está trabajando con la B.C.F. en Japón, buscando también involucrarlos en forma más activa en el financiamiento del gobierno.

EL ENDEUDAMIENTO INTERNO

El tema ha suscitado controversia en los últimos meses. Inicialmente se trató de responsabilizar al gobierno en su política de financiamiento interno como el culpable de la presión sobre las tasas de interés. Si en algo ha sido claro desde un principio esta administración, es en que el gobierno iba a mantener su situación fiscal balanceada. En esa medida el financiamiento del déficit del gobierno central generado por ese esquema de centralización iba a ser más que cubierto por los superávit de las otras entidades del sector público.

Lo que macroeconómicamente y en términos de espacio financiero es válido, también es necesario reconocer que una parte de eso, por razones de *matching* entre las fuentes, a veces no permite tratar de forzar unas transacciones directas por fuera del mercado de capitales. En 1995 el presupuesto aprobó 2,4 billones de emisiones de Tes; lo que se está trabajando en este momento, una vez hechos los ajustes por ejecución, es de unas necesidades de financiamiento de alrededor de 1,7 billones, pero una parte importante de estas necesidades de financiamiento se van a hacer a través de transacciones entre el Gobierno y las entidades públicas. Aunque cerca de 1.3 billones van a ser financiados en forma

directa a través de transacciones directas entre las entidades públicas superavitarias y el Tesoro, quedarían alrededor de trescientos o cuatrocientos mil millones de pesos, que se transarían a través del mercado. Aunque en términos macro existe un superávit de las otras entidades públicas, también entendíamos que había desfases en los tiempos. Mientras que el gobierno quiere hacer financiamientos de mediano y largo plazo, había entidades que tenían parte de su liquidez en plazos más cortos, por lo tanto se requería la intermediación de mercados capitales.

En esa medida el gobierno va a ser partícipe del mercado de capitales interno, no en las dimensiones ni en los volúmenes que se venían percibiendo en el mercado; pero para poder lograr esa participación en forma sana, el gobierno está tratando de introducir una estrategia muy transparente, predecible y muy regular, de fondeo en los mercados. El gobierno no quiere ser un especulador ni un agente que va a empezar a generar presiones en el mercado; quiere distribuir en forma muy uniforme su fondeo en el mercado, quiere también ser muy transparente en términos del anuncio, por eso se introdujeron unos cambios importantes en el mecanismo de las subastas, se decidió establecer los montos, que se anuncian con anticipación para que el mercado sepa cuánto se quiere fondear, darle una mayor tranquilidad al mercado de que el mecanismo es un mecanismo de mercado, aunque en eso también hay un reto del gobierno, un reto de los distribuidores del papel colombiano, del papel del gobierno, que es mostrar el factor riesgo y la calidad de cero riesgo que tiene el papel de la Tesorería, para que ese precio de mercado refleje el elemento de riesgo.

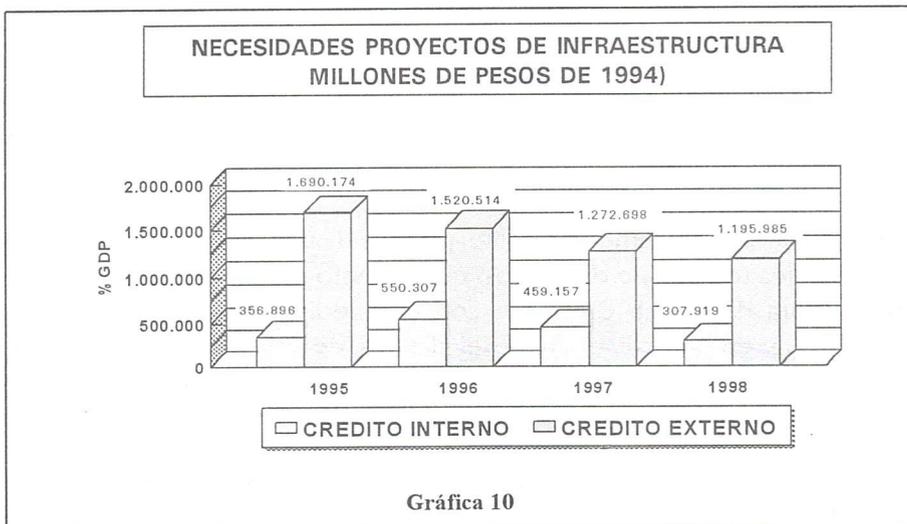
Este ha sido un tema de debate, pues se dice que nuestros mercados de capitales todavía no distinguen el elemento riesgo en sus decisiones de compra de papel. Creo que con las medidas que se han venido tomando, y en particular con lo del sistema de valoración a precios del mercado, se van a ayudar en este proceso de diferenciar los riesgos e identificar las bondades que tiene un papel como el del Tesoro.

Se están tratando de tomar medidas para desarrollar una red especializada en distribución del papel. Hay que buscar una especialización

en los vendedores del papel del Tesoro, que tengan la capacidad de estudiar los fundamentos del papel del gobierno y puedan venderlo a los inversionistas. Pues como cualquier otro emisor, requiere un vendedor especializado. En eso nos hemos demorado en tomar una decisión al respecto, estamos trabajando en un esquema que pronto vamos a dar a conocer.

FINANCIAMIENTO DE INFRAESTRUCTURA CON PARTICIPACION DEL SECTOR PRIVADO

Se han dado muchos debates sobre si se van a poder financiar estos objetivos y sobre cómo afecta la política de financiamiento interno y externo del gobierno central y del sector público. Igual en el caso del gobierno central como en el de las entidades del sector público, uno de los aspectos fundamentales en la estrategia por parte del gobierno es garantizar el control de calidad en estos proyectos y en estos emisores o prestatarios que van a salir a buscar recursos para el financiamiento de la infraestructura. (Gráfica 10).



¿Cómo se logra esto, cuando estamos hablando de que estos son proyectos de iniciativa del sector privado? Son proyectos con iniciativa del sector privado, pero es el sector público el que los inicia y el que establece unas reglas de juego en este proceso. Tiene que ver con el tema de cómo se abren los procesos de licitación, de cómo se estructura el tema de los contratos en estos proyectos de concesiones, de cómo se distribuyen los riesgos entre el gobierno y el sector privado.

El gobierno pasado fue muy ambicioso en iniciar el proceso, pero como todo proceso que se inicia en forma muy acelerada, a veces se descuidan ciertas cosas que son fundamentales para dar una transparencia y garantizar este control de calidad. Si se hace una revisión hacia atrás, de las fallas y de las áreas donde se pueden mejorar estos procesos, ya hemos identificado varios puntos; muchos de ellos tienen que ver con los procedimientos: Cómo se estructura una licitación, cómo se estructuran los contratos de las concesiones, etc.

Hay que trabajar más en el proceso de concebir el proyecto, de estructurar la concesión, de estructurar los componentes clave que tiene que ver con el tema de distribución de riesgos. El gobierno, en un documento Conpes, estableció los lineamientos de esa política de participación y de distribución de riesgos entre el sector público y el sector privado. Este es un aspecto muy importante para garantizar ese control de calidad, la importancia de tener una asesoría profesional en las entidades que van a abrir proyectos de concesión, e igualmente aspectos muy puntuales y técnicos como los esquemas de compensación. Ha habido críticas sobre la forma como algunos de los proyectos han manejado los esquemas de compensación, a veces buscando mecanismos que no generan caja sino rentabilidad, pero a veces el problema del proyecto no es de rentabilidad sino de caja. Ese tipo de diferenciaciones en los esquemas de compensación son vitales para garantizar que los proyectos sean financierables al menor costo posible.

Otro aspecto importante es la coordinación y la secuencia de los accesos de estos proyectos a los mercados. Tanto los mercados internacionales como los locales tienen una capacidad limitada. No podemos generar situaciones muy difíciles en los mercados por falta de

coordinación y por falta de cronogramas que sean viables y financiables. Esta es una de las responsabilidades del comité de seguimiento de los proyectos de infraestructura; comité que está también conformado por el Ministerio de Hacienda, el Departamento Nacional de Planeación y los ministerios respectivos, principalmente en los sectores de transporte, telecomunicaciones y energía.

Aunque el gobierno tiene la responsabilidad en la promoción global e integral del paquete, cada uno de los promotores debe hacer un buen trabajo de venta del mismo.

EL SECTOR FINANCIERO Y LA POLITICA DE ESTABILIZACION

Hernando José Gómez
Codirector Junta Directiva
Banco de la República

Deseo agradecer al doctor César González y a la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras su gentil invitación a dirigirme a ustedes en el marco de esta Convención. En esta ocasión quisiera compartir no sólo algunas opiniones sobre la coyuntura económica, sino también incluir varias reflexiones sobre los retos inmediatos que enfrentará el sector financiero y que determinarán su desarrollo en el largo plazo. También me referiré a algunos de los factores que incidirán en la política económica y de estabilización en los próximos años.

Como es bien conocido por todos ustedes, la Junta Directiva del Banco de la República en coordinación con el gobierno nacional ha efectuado un gran esfuerzo para diseñar y ajustarse a un programa macroeconómico y financiero que asegure un importante progreso en la lucha contra la inflación, manteniendo una adecuada dinámica del sector productivo y una estabilidad en la tasa de cambio real. En el frente monetario esto ha implicado recuperar el control de los principales agregados que venían creciendo a tasas muy superiores a las compatibles con las metas de inflación. Para ello se determinó, después de muchos estudios técnicos, que si bien la asociación de causalidad más estable desde un punto de vista estadístico se encuentra entre medios de pago y precios, otros agregados monetarios más amplios vienen con el tiempo volviéndose cada vez más relevantes en la determinación de la relación liquidez-precios. Así, para controlar la liquidez desde finales del tercer trimestre del año pasado se aplicó una política activa de operaciones de

mercado abierto que permitió durante este período colocar no sólo los medios de pago, sino también la oferta monetaria ampliada dentro de los corredores que son compatibles con una meta de inflación del 18% a finales del presente año.

Para hacer duradero el control monetario, consistente con la estabilidad de precios deseada, la Junta del Emisor adoptó una política de bandas cambiarias que permite que la mayoría de los ajustes en el mercado de las divisas se realice vía variaciones en la tasa de cambio y no en los niveles de reservas internacionales del Banco de la República. En la actualidad cuando la tasa de cambio está fluctuando cerca del centro del corredor se ha recuperado la autonomía de la política monetaria. Por el contrario, en épocas pasadas la acumulación de reservas conducía a una mayor expansión monetaria o a su esterilización vía un aumento en las operaciones de mercado abierto. Por otra parte, el Banco desde hace años no tiene nuevas operaciones de crédito con el gobierno y constitucionalmente las tiene prohibidas con el sector privado. En cuanto a las líneas externas de redescuento, el Banco ha prepagado la mayoría y sólo resta por desembolsar un pequeño saldo de una última línea del Banco Mundial. En el futuro las líneas externas de redescuento tendrán que canalizarse vía los bancos de segundo piso como el IFI, Findeter, Finagro y Bancoldex. De esta manera, el Banco de la República se concentra ante todo en su objetivo constitucional de preservar el valor adquisitivo de la moneda. En la actualidad la única fuente de expansión monetaria la constituye la redención de los títulos de participación cuyo saldo llegará a niveles mínimos hacia finales del presente año. Este hecho indudablemente ayudará a generar la credibilidad necesaria entre los agentes económicos sobre la determinación del banco central de alcanzar niveles de inflación en Colombia similares a los internacionales. En pocos años las fuentes de expansión se limitarán a la emisión que genere las futuras compras de divisas o de títulos del gobierno en el mercado secundario.

Ahora bien, la actual coyuntura ha creado preocupación ya que las tasas de interés de captación y colocación se han mantenido elevadas en los últimos meses. Sin embargo, es indudable que también es cierto que una tasa de crecimiento del crédito del 45% anual, no sólo es incongruente con una meta de inflación del 18%, sino que también es un verdadero

peligro en términos de la calidad de la cartera y en últimas de la salud y estabilidad misma del sistema financiero. Debe reconocerse que el sector financiero ha respondido más que adecuadamente al reto que le ha impuesto las nuevas políticas económicas especialmente las relacionadas con la apertura no sólo del comercio exterior sino también la que en forma limitada se realizó en la cuenta de capitales. Así, el sistema financiero presentó tasas de crecimiento promedio en los últimos dos años de 13,5% anual, mientras que en el lustro anterior había alcanzado 6,9% promedio anual, cifra ya bastante dinámica.

En términos de la profundización financiera también fue notable el esfuerzo, ya que, mientras la relación M2 a PIB fue de 31,2% en promedio durante la década de los ochenta, a mediados de los años noventa esta cifra ya asciende a 40,8%. Adicionalmente, los indicadores de rentabilidad observados en los últimos años son los mejores que se han alcanzado en la historia reciente de los establecimientos de crédito.

Naturalmente el rápido crecimiento de la cartera fue jalonado por una excesiva expansión en la demanda agregada en la que contribuyeron varios factores. Las reformas económicas de la pasada administración puso en marcha una importante expansión tanto del consumo duradero como de la inversión del sector privado. Así, el proceso de apertura al comercio exterior permitió la adquisición de una serie de bienes cuya demanda se encontraba tradicionalmente reprimida. Por otra parte, el mismo ritmo de la demanda agregada, más la percepción de que el proceso de apertura era permanente, indujeron también importantes decisiones de inversión en el sector privado con el propósito de reestructurar las empresas y expandirlas para aprovechar las nuevas oportunidades que abrían los tratados de libre comercio con Venezuela, México y Ecuador y el más limitado con Chile.

El otro gran factor de expansión de la demanda lo constituyó el sector público. Si bien las finanzas del gobierno se mantuvieron en equilibrio, la mayor tasa de tributación que fue en parte financiada con una caída del ahorro del sector privado, tuvo un impacto neto expansivo en el gasto agregado. Todo este conjunto de factores llevó a que en los años 92 y 93 se alcanzaran tasas de crecimiento de la demanda agregada del 9,7% y 13,45%, que son las más altas desde que se registran las cuentas

nacionales en Colombia. Esto naturalmente se reflejó en la dinámica del crédito del sector financiero al sector privado, y especialmente en el dirigido al sector de la construcción y al consumo. Esta última, una nueva área de negocios con la cual el sistema financiero compensó la competencia que estaba experimentando en el área de banca corporativa por parte de la banca extranjera.

El programa financiero de 1995 requiere para su consistencia que el crédito al sector privado no aumente más del 35% en el año. Esto implica que necesariamente se requiere un ajuste de diez puntos adicionales en el crecimiento de la cartera, concentrándose principalmente en los establecimientos de crédito diferentes de los bancos, que ya están más ajustados. El crecimiento programado para el crédito es razonable ya que implícitamente supone un aumento de la cartera de casi 17 puntos en términos reales. Por ello me causa sorpresa cuando algunos analistas y voceros autorizados del sector financiero y del sector privado afirman que el ajuste que está efectuando la Junta del Banco de la República es excesivo y estrangula el crecimiento económico.

La cartera en la actualidad sin el freno necesario y las recientes noticias sobre aumento sensible en la cartera vencida, aún después de corregir por los cambios en la reglamentación, nos demuestran que es urgente recuperar su control antes de encontrarnos en una situación que de ninguna manera sería conveniente para el sector financiero, y mucho menos para el país. Mientras más demore el ajuste de la cartera más severo y duradero tendrá que ser el ajuste de la política macroeconómica y en particular de la monetaria, pues más difícil será contener las presiones inflacionarias que continuarían validando la expansión del crédito. En este año afortunadamente la demanda agregada se modera un poco y se estima que aumentará alrededor de un 8%. Sinceramente pienso que el crecimiento previsto de 17 puntos reales en la cartera es incluso excesivo.

Todo lo anterior me lleva a concluir que la Junta Directiva del Banco de la República debe mantener un control adecuado, permanente y firme sobre los agregados monetarios, ya que esta será la única manera de continuar reduciendo las fuentes de crédito hasta colocarlo en niveles

que sean compatibles con la estabilidad macroeconómica y del sector financiero. Sin embargo, es indudable que el efecto del freno monetario se ha visto mitigado en parte por la gran dispersión en los encajes con lo cual mediante una sustitución de depósitos en cuenta corriente hacia los cuasidineros se han liberado en los últimos meses reserva bancaria para financiar una mayor expansión de la cartera, lo cual ha servido para demorar el indispensable ajuste requerido en el crecimiento de las colocaciones del sistema. En este sentido es indudable que es indispensable avanzar rápidamente en el proceso de homogeneización de los encajes. Así mismo, creo que un mayor impulso hacia la banca múltiple, al menos en lo referente a los pasivos del sistema financiero, facilitaría también esta homogeneización de los encajes que en ocasiones se hace difícil por las restricciones en las actividades activas y pasivas que tienen los diferentes tipos de entidades del sector financiero.

Finalmente, es importante anotar que los resultados de una política monetaria restrictiva no se ve inmediatamente en el comportamiento de los precios. Esto no es algo nuevo. Desde la década de los sesenta quienes estaban encargados de la política de estabilización sabían que había un rezago de por lo menos seis meses entre cambios en la cantidad de dinero y cambios en los precios. Los estudios más recientes indican que el efecto de una contracción monetaria se comienza a sentir sobre los precios al cabo de seis meses y que su impacto total en el proceso de estabilización dura un total de 18 meses. Por ello, quienes señalan que la restricción monetaria no ha tenido resultados y que está poniendo en peligro un sano crecimiento económico, están desconociendo los rezagos que existen entre la política monetaria y la estabilidad de precios. En este sentido, la austera política monetaria que la Junta ha seguido en los últimos seis meses debe comenzar a mostrar resultados a partir de este trimestre. Adicionalmente, si se desea alcanzar la meta de inflación del 18%, es indudable que habrá que sostener la política durante todo el presente año.

Es indudable que la transición hacia una inflación menor, la cual está profundamente enraizada en los procesos económicos del país en el orden del 20% a 25% anual no es fácil de vencer. Sin embargo, con la

mayor exogeneidad de la cantidad de dinero, el superávit fiscal previsto para este año y el esfuerzo realizado por el gobierno con el Pacto Social para romper la inercia inflacionaria, constituyen una gran oportunidad que no se debe desperdiciar para avanzar firmemente en la reducción de la inflación.

En este punto de la exposición quisiera referirme al tema de las tasas de interés. Es evidente que el mayor control monetario combinado con un acelerado crecimiento de la demanda por crédito ha traído como consecuencia un aumento en las tasas de interés de captación y de colocación. Este es un resultado que no debe extrañar a nadie ya que la tasa de interés es el costo del dinero y cuando éste escasea su precio tiende a aumentar. Sin embargo, esto no quiere decir que un aumento excesivo en el nivel de las tasas de interés no debe causarle preocupación no sólo al sector privado por obvias razones, sino también a quienes de una u otra manera tenemos que velar por la salud del sector financiero.

En efecto, son muchos los estudios académicos y empíricos que muestran que más allá de un determinado nivel de tasas de interés, es óptimo para el sistema financiero no aumentar más su nivel y más bien acudir a un racionamiento de cantidades. Así, cuando la demanda por crédito es mayor que la oferta después de cierto nivel de tasas de interés es mejor escoger aquellos clientes que por el conocimiento que de ellos se tiene representan una mayor garantía para la calidad futura de la cartera. Lo anterior se explica porque en la medida en que la tasa de interés sube más allá de cierto punto, son los clientes con las operaciones más riesgosas los que continúan dispuestos a demandar los recursos, creándose un problema que en la literatura económica se conoce como «selección adversa». De esta manera, se empiezan a sesgar las colocaciones hacia niveles de mayor riesgo que no compensan de ninguna manera por cobrar tasas de interés superiores. Por ello si bien en Colombia son normales tasas de interés reales del crédito de 15 puntos reales, en la actualidad las tasas ya bordean los 25 puntos reales. En este sentido parecería aconsejable que el sector financiero reflexione serenamente sobre este punto y no se deje engañar por espejismos que pueden comprometer el comportamiento futuro de su cartera.

EL FUTURO

En los próximos años el sector financiero colombiano va a enfrentar varios retos. En primer lugar, y con gran urgencia, tendrá que mejorar sus sistemas de evaluación de riesgos en la medida en que penetra mercados más complejos como son los de los derivados o alcanza mayores niveles de cubrimiento de la población tanto en crédito empresarial como en crédito de consumo. Como siempre lo manifiestan los banqueros más experimentados, cualquier establecimiento de crédito que quiera crecer y a la vez mantener su estabilidad deberá siempre tener como política un conocimiento adecuado de los mercados en los cuales opera y adicionalmente de cada uno de los clientes con los cuales realiza sus operaciones. Es por ello, y a costa de ser reiterativo, que no deja de ser preocupante el aumento tan elevado de la cartera observado en los últimos meses, ya que un ritmo tan acelerado en la expansión de las colocaciones puede en ocasiones hacerse a costa de la calidad de los productos ofrecidos y más grave aún, sin un conocimiento adecuado de los clientes, aumentando indebidamente su exposición al riesgo de no pago.

Por ello, es indispensable que el sistema financiero supere la cultura que prevalece en la actualidad de «mantener la participación en el mercado» a toda costa. Este tipo de visión por parte de las juntas directivas y de los administradores de los establecimientos de crédito puede generar un proceso muy peligroso que puede conducir a una carrera loca, con graves consecuencias para el sector. Así, aun en presencia de una elevada demanda por crédito, lo más prudente en los últimos meses hubiera sido incrementar las inversiones voluntarias y en menor proporción la cartera. Pienso que el tiempo se está acabando para tomar una política más prudente en este campo.

Estoy convencido de que con una visión de más largo plazo, una política de otorgamiento de crédito que consulte a profundidad las condiciones del mercado y establezca una relación duradera con los clientes, no sólo favorece la estabilidad de los establecimientos de crédito, sino que también en últimas se reflejará en su rentabilidad financiera. Parafraseando una frase bíblica, ya que hace poco pasó la semana de pasión, en el caso del sistema financiero, más vale preocuparse de la

calidad de la cartera, pues la estabilidad y la rentabilidad vendrán por añadidura.

Adicionalmente, me viene a la mente una interesante hipótesis de Ricardo Hausman, economista del BID, respecto de la relación entre el crecimiento de los agregados monetarios y la calidad de la cartera. El afirma que mientras los medios de pago ampliados crezcan a un ritmo superior a la tasa de interés de las colocaciones, lo que en realidad está ocurriendo en la economía es que nadie repaga ni el interés ni el principal de los créditos. En efecto, la amplia disponibilidad de recursos permite que en la práctica se capitalicen los intereses, cuyo monto es inferior a la tasa de crecimiento de las disponibilidades. Sin embargo, en la medida que la autoridad monetaria aplica los frenos a la liquidez y ésta empieza a expandirse a tasas sensiblemente menores a la del interés de los créditos, la capitalización de intereses no se hace posible y más aún, es muy probable que los banqueros empiecen a exigir el repago de parte del principal. Naturalmente, es en ese momento en el cual algunos deudores, que siempre habían sido excelentes clientes con gran puntualidad en el servicio de sus créditos, comienzan a presentar dificultades en el cumplimiento de sus obligaciones financieras. Por ello, estoy convencido de que en un ambiente de mayor austeridad monetaria los banqueros mal harían en la actualidad en seguir ampliando la base de clientes, a las tasas observadas recientemente, ya que éstos son precisamente los que más probablemente irán a tener dificultades en el corto plazo en el cumplimiento de sus obligaciones financieras.

Con esta inquietud en mente son tres las áreas que pienso serán de gran desarrollo para la banca comercial. En primer lugar, se deberá terminar de aprender a desarrollar y controlar el crédito de consumo, ya que este ha probado ser de difícil manejo y evaluación como lo pueden comprobar la experiencia de cualquier sistema bancario de los países desarrollados. También será fundamental que se mejoren las estadísticas para que así el sistema financiero, la Superintendencia Bancaria y el Banco de la República puedan realizar un seguimiento más preciso de la cartera de consumo.

La segunda área que aún tiene un desarrollo muy incipiente, tanto en la oferta como en la demanda de sus productos, es el de los derivados, especialmente para el cubrimiento de riesgos inherentes a las variaciones en las tasas de interés y las tasas de cambio. Así por ejemplo, desde hace más de dos años la Junta Directiva del Banco de la República expidió la reglamentación para las operaciones de futuros y opciones en divisas las cuales han tenido un desarrollo excesivamente lento. En la actualidad las transacciones apenas alcanzan los US\$40 millones mensuales. Al comparar esto con un ingreso y egreso de divisas superior a los US\$20.000 millones anuales, esta cuantía no guarda ninguna proporción con un mercado de futuros peso-dólar que apenas llega a los US\$500 millones. Esto es especialmente cierto en un ambiente donde se opera con una tasa de cambio flexible dentro de unas bandas cambiarias con 14 puntos de variación posible.

Por ello, sería de gran beneficio, tanto para los usuarios del mercado de divisas, especialmente del sector productivo, y como una fuente potencial importante de utilidades para los intermediarios del mercado cambiario, el adecuado desarrollo de estos productos que son de permanente uso en el mundo desarrollado, ya que permiten diversificar una parte importante de los riesgos cambiarios y de tasa de interés en las transacciones financieras. Todas las sugerencias que ustedes le presenten a la Junta del Banco respecto de adecuaciones a la reglamentación que pueda facilitar el surgimiento y crecimiento de estas operaciones, tendrá un pronto estudio y decisión.

Adicionalmente el sistema financiero está en mora de tratar de prestar sus servicios, tanto en lo que corresponde al estímulo del ahorro como el de las operaciones crediticias, a niveles de los estratos medios bajos y bajos de la población. Si bien es indudable que los bancos cooperativos y otras pocas entidades han realizado un gran esfuerzo para servir a estos estratos, y especialmente a los pequeños empresarios, su experiencia, la de muchos otros bancos en el mundo en desarrollo y de organizaciones sin ánimo de lucro ha mostrado que aun cargando los mayores costos fijos que representan estos créditos en la tasa de interés, el nivel de repago de la cartera es muy satisfactorio y comparable al del crédito corporativo. En este sentido claro está, hay que superar el trauma de que

se le está prestando más caro a los más pobres, ya que naturalmente la alternativa de ellos son los agiotistas a costos exorbitantes, o simplemente reducir la capacidad de sus pequeñas empresas por falta de capital de trabajo. Aquí no estoy hablando de caridad, simplemente de creación de riqueza y de buenos negocios para el sector financiero, que a su vez tendría positivo impacto social.

A este respecto es ilustrativo el caso de las corporaciones de ahorro y vivienda que desde hace varios años tienen que destinar parte de su cartera a financiar vivienda de interés social. En un comienzo existía un gran temor respecto de lo que pudiera ocurrir con la calidad de esta cartera. Sin embargo, muchos constructores han sido exitosos en este segmento, donde el secreto de todos ellos ha sido conocer suficientemente a sus clientes. Por ello un esfuerzo por cubrir una mayor proporción de la población económicamente activa, estoy seguro que, no sólo ayudaría a desarrollar un gran potencial empresarial en la economía, sino a una mayor comprensión de la vital función económica que cumple el sector financiero en beneficio de todos los ciudadanos y del aparato productivo.

Por último, deseo compartir con ustedes una preocupación. De una parte, si bien es indudable que en la actualidad los compromisos fiscales del gobierno, incluyendo el contingente de aumentar hasta en medio punto el superávit, es congruente con las metas macroeconómicas y en particular la de inflación, estoy convencido que estamos transitando por un sendero peligroso. En efecto, es claro que el gobierno nacional central comienza a presentar un déficit estructural del orden de tres a tres y medio puntos del PIB, así a nivel del consolidado del sector público no financiero se alcance un equilibrio en las finanzas. Esto es principalmente consecuencia del proceso de descentralización, que en la ley 60 de 1993 ordena transferir a los municipios y departamentos hasta el 46,5% de los ingresos corrientes de la nación a finales de siglo.

Si bien estoy convencido de que el proceso de descentralización política y económica de la nación era indispensable para fomentar el desarrollo económico de las regiones y por ende, su estabilidad social y política, a su vez la delegación de competencias no fue tan clara. Por ello

creo que es indispensable que en el área de salud y educación el gobierno delegue si no toda, la gran mayoría de la inversión en estos sectores en los municipios y departamentos. De lo contrario el gobierno nacional está corriendo el peligro de duplicar los gastos en estas áreas y peligrosamente comenzaría a incrementar el servicio de su deuda, de todas maneras reduciendo su capacidad de disponer libremente de sus recursos en un futuro próximo. Lo anterior deberá acompañarse de un desarrollo legislativo que permita a las entidades territoriales realizar un esfuerzo tributario propio que evite una excesiva dependencia de las transferencias. En este sentido parecería importante revivir en alguna forma una iniciativa del gobierno pasado que fortalecía y daba claridad sobre las fuentes fiscales de los municipios y departamentos. Esto debe buscarse a pesar de la reforma tributaria en curso en el Congreso, ya que los ingresos adicionales que ésta contempla irán exclusivamente a financiar proyectos de inversión que ya están incluidos en el Plan de Desarrollo, y no ayudarán a reducir el déficit fiscal del gobierno nacional.

Finalmente, es indudable que para el cumplimiento del deber constitucional de la Junta del Banco de preservar el valor adquisitivo de la moneda es condición necesaria la estabilidad y fortaleza del sector financiero. Es por ello que son bienvenidos el elevado crecimiento patrimonial del sistema y los desarrollos que en la banca comercial y en la banca de inversión se han observado en los últimos años. No obstante, el excesivo crecimiento de la cartera y más recientemente de las tasas de interés continúan siendo materia de preocupación. Mientras más rápido logremos, con la colaboración del sector, colocar el crecimiento del crédito en la senda congruente con una inflación del 18%, será más fácil superar la coyuntura actual de liquidez en la economía. Estoy convencido de que un trabajo conjunto y coordinado del sector financiero y la autoridad monetaria es un escenario en el cual gana todo el país.

Muchas gracias.

EL USO DE LA TECNOLOGIA EN EL
MERCADERO DE PRODUCTOS
FINANCIEROS: LA EXPERIENCIA
DEL BANCO DIRECTO DE
ARGENTARIA

José Luis Altolaquirre
Director General
Banco Directo de Argéntaria, España

La experiencia del Banco Directo de Argentaria es una de las experiencias dentro de los sistemas de comercialización en el ámbito europeo, en concreto en el ámbito español, que están significando y están siendo fruto de un seguimiento más intensivo en los últimos años.

QUE ES EL BANCO DIRECTO DE ARGENTARIA

El Banco Directo pertenece al grupo Argentaria y este conectó sus líneas con el mercado español y con el mundo financiero, el 20 de octubre de 1990. Estamos hablando de la experiencia de un banco todavía pequeño, en cuanto a los años que lleva operando. ¿Cómo se define? Es un banco que se dirige al segmento de particulares, o de economías domésticas. Es un banco cuya peculiaridad más importante es que no tiene oficinas. Ofrece todos los productos y servicios financieros a través del teléfono que opera las 24 horas del día durante todo el año.

Pertenece al grupo de Argentaria que nació el 3 de mayo de 1991. Agrupa dentro de sí a todos los bancos que en años anteriores han tenido y tienen una participación del Estado español. Argentaria tiene actualmente más de 54 bancos y entidades financieras. Entre ellos están el Banco Exterior de España, la Caja Postal, el Banco de Crédito Local, el Banco de Crédito Agrícola, el Banco Hipotecario de España y Banco

Directo. Se trata de entidades especializadas en un determinado segmento o producto, como es el Banco Hipotecario de España, que está centrado de manera casi exclusiva en lo que es el mundo hipotecario.

Argentaria cuenta en la actualidad con 18.000 empleados, 1.400 oficinas y 1.100 puntos de comercialización que no son puramente oficinas bancarias. Tiene más de seis millones de clientes, hace presencia en 28 países del mundo y gestiona unos activos totales de más de ochenta y un mil treinta y siete millones de dólares. Los créditos sobre clientes ascienden a cincuenta y un mil millones de dólares, lo cual representa el 14,2 de cuotas de mercado de todo el mercado español, en lo que son créditos sobre clientes. El recurso de clientes es del 7%. Es una estructura financiera que está sobreinvertida, de modo que Argentaria como tal, demanda muchos dineros del mercado.

EL BANCO DIRECTO

¿Por qué nace Banco Directo? Banco Directo nace dentro del grupo bancario Banco Exterior de España, que es anterior a Argentaria y ya tiene más de setenta y cinco años. El Banco Exterior de España era un banco muy especializado, absolutamente centrado en un monoproducto, como es el comercio exterior. Cuenta con una serie de profesionales, más de 500 oficinas, luego estas se redujeron para poder competir con el resto de entidades con las cuales, por su balance, podían competir. Cuando las personas que nos incorporamos al banco en ese momento, analizamos segmento por segmento, nos dimos cuenta de que el posesionamiento del grupo Banco Exterior era muy bueno en lo que podemos denominar la banca corporativa o institucional de las grandes empresas.

Estaba presente en los flujos monetarios del propio Estado, era menos importante en las pequeñas y medianas empresas y prácticamente inexistente en el mercado de economías particulares. Prácticamente ahí la cuota de mercado era inexistente. ¿Por qué? Simplemente porque se había dedicado a desarrollar la banca mayorista. Pero evidentemente no

basta este análisis para entender el nacimiento de Banco Directo, tenemos que mirar también al mercado.

¿Qué estaba pasando en ese momento, 1989-1990, en el mercado financiero español? El mercado, en cuanto a canales de distribución, está tremendamente condicionado por las altas redes de oficinas. A finales de los años 70 y principios de los 80, se hizo verdad en España aquello de que en cada esquina había un bar o una oficina bancaria. Esto de algún modo venía a avalar el hecho contundente de la gran capitalización de las oficinas bancarias. Las redes de los más importantes bancos en España superan las 2.500 oficinas en todo el país y las cajas de ahorro incluso llegan a superar esta cifra. Esto implicaba que la oficina aparecía como un elemento diferencial, a la hora de evaluar las posibilidades de distribución de productos, las posibilidades de comercialización de una estructura financiera.

Había también una realidad que el mundo financiero empezaba a comprobar y era el alto costo de transformación de levantar todos los días el cierre de dos o tres mil oficinas. Estos costos empezaban a caer como una losa sobre el sistema financiero y a reflejarse en las cuentas de resultados, cada vez con más penuria, dentro del propio sistema financiero. Por lo tanto, este concepto de tener grandes redes empezaba a cuestionarse. En aquellos momentos en el mercado español empezaba a despertarse una sensación de que había que segmentar, especializar un poco las redes, que no podían ir todas las oficinas a ser banca de particulares, de empresas. Era necesario, para poder competir, especializarse.

Comenzaba a cuestionarse algo que hasta esos momentos había sido uno de los principios que habían avalado las grandes redes de oficinas y era el hecho de que la proximidad geográfica implicaba en aquel momento, una toma de decisión importante: Hacerse cliente de una entidad. Los que trabajábamos en lo que llamamos banca tradicional abríamos oficinas sin excesivo rigor. Hasta aquellos momentos había existido un *estatu quo*, porque todos los bancos respetábamos una serie de reglas de juego no competitivas entre sí: Tipos de interés, tanto de captación como de inversión. Prácticamente las diferencias en tipos de

interés de cuenta corriente, en imposiciones a plazo, en créditos hipotecarios, nadie se salía de la gran banca un punto arriba o un punto abajo, porque había unos acuerdos establecidos.

Pero un día, uno de los siete bancos rompió el *estatu quo* y pasó de ofrecer a los clientes una tasa media de interés del 1% en sus cuentas corrientes, a un 12%. Esto nos dejó a todos parados. Pero hubo que reaccionar. ¿Qué significó esto? Que los beneficios que venía obteniendo la banca española hasta ese momento, basados fundamentalmente en el bajo costo de la captación de esos recursos, comenzaban a deteriorarse a pasos agigantados.

Este era el escenario de estrechamiento de márgenes y de no diferenciación de productos en el cual nos encontrábamos. Estábamos en el Banco Exterior y teníamos un montón de oficinas, suficientes para competir con las grandes redes. Nos encontrábamos con un mercado, con una serie de personas muy preparadas y cualificadas para hacer todo el tratamiento de comercio exterior. El Banco Exterior era el único banco que en España realizaba todo ese tipo de operaciones, pero con la entrada de España a la Comunidad Económica Europea desaparece este privilegio y comienza a competir con el resto de la banca, en donde además de este producto, se encuentra con otra gama de productos que el Banco Exterior no estaba preparado para ofrecer.

Las preguntas que se hicieron fueron: ¿Cómo crecer en un entorno competitivo? ¿Qué podemos hacer para desarrollarnos como banco diferenciado, como banco universal, dado que no podíamos cerrar el banco en aquellos momentos, ni en éstos? ¿Dónde crecer rentablemente? ¿En qué segmento de población podíamos crecer rentablemente, garantizándonos que la cuenta de resultado pudiera salir año tras año y cómo posesionarnos diferencialmente? ¿Qué mensajes teníamos que dar al público objetivo, al mercado?

Eramos profesionales que intentábamos desarrollar una actividad de marketing, que intentábamos adecuar la estructura de un banco a las nuevas circunstancias. Había que abordar dos tipos de soluciones; las soluciones tradicionales pasaban evidentemente por desarrollar una nueva

estrategia en aquel segmento en el que estábamos peor poseionados, que era en el de economías domésticas o individuales. Había que orientar toda la estrategia del grupo, aumentar en la medida de lo posible la red de sucursales, adaptar el catálogo de productos, es decir, toda una serie de iniciativas que sin duda se empezaron a hacer en ese momento. Todos éramos conscientes de que nuestra posición era muy difícil que tuviera un correlato con la percepción del mercado de manera inmediata.

¿Qué hacer entonces? Tuvimos que abordar otro tipo de solución innovadora. Se trataba de buscar una opción competitiva, basada en sacar ventaja de lo que eran nuestras propias deficiencias, tuvimos que renunciar a ser humildes y reconocer que teníamos que especializarnos. Teníamos que tomar una historia en la cual no podíamos abordar todo el mercado de forma inequívoca. Había que especializarse. La pregunta era: ¿Dónde?

Teníamos que innovar en los canales de distribución. Era claro que no podíamos bajo ningún concepto competir con redes de 2.000 oficinas. No podíamos comprar bancos, no estaban en venta y eran muy caros para poder hacernos siquiera a 1.000 oficinas o 1.000 sucursales en aquel momento. Teníamos que inventar algo, es decir, innovar en los canales de distribución, entendiéndolo como tales, los sistemas a través de los que nuestro producto, nuestros servicios podía llegar al consumidor final. Y éramos conscientes al mismo tiempo, que esto tiene que hacerse con unas estrategias de marketing y de comercialización diferentes.

Y obviamente éramos conscientes también que este “milagro” sólo podía realizarse si sabíamos utilizar correcta y coherentemente la tecnología. Poner la tecnología al servicio de la relación directa entre el mercado y el banco, lo cual ya indicaba un cambio de mentalidad; aparentemente puede ser sutil pero es muy importante, porque lo normal es que pongamos primero el banco y luego el mercado.

¿Qué ventajas y qué inconvenientes tenía el abordar una historia de estas características? Podíamos elegir prácticamente el mercado al cual íbamos a ir, al segmento de población y por lo tanto, esto podía ser fácil en cuanto podíamos implementar aquellas estrategias que fueran suficientemente eficaces. Éramos conscientes de que el mercado, sobre

todo en el medio alto, no estaba satisfecho con los canales tradicionales, con la red de oficinas normales que en aquel momento estaban dando únicamente servicio al mercado español. Podíamos encontrar una actitud abierta hacia el cambio. Debíamos encontrar un medio que nos ayudara a reducir los costos de transformación, algo que abaratara lo que le costaba a la banca española levantar el cierre de miles de oficinas.

¿Cuáles eran los inconvenientes? Los que ocurren casi siempre cuando iniciamos una actividad, cuando creamos una nueva empresa: La incertidumbre porque tampoco el mercado tenía una definición clara de lo que quería; sabíamos que estaba insatisfecho, pero en términos financieros es muy difícil explicar qué va a ser exitoso y qué no. Conscientes de que si en algo es reticente el público, sobre todo en las economías particulares, es a cambiar en todo aquello que implica un cambio en los hábitos normales para el manejo del dinero.

Empezamos a estudiar cuál sería nuestro segmento objetivo y qué pensaba. Definimos nuestro segmento objetivo. Nos queríamos dirigir fundamentalmente a lo que era el déficit más importante del grupo Banco Exterior, o sea hacia las economías individuales, con personas entre los cuarenta y cincuenta años, porque entendíamos que podía estar ahí el núcleo más importante de nuestro público objetivo.

Empezamos a definirlo como clase media, media alta, porque su poder adquisitivo lo ubicábamos por encima de unas determinadas cantidades y que vivieran en ciudades superiores a los quinientos mil habitantes. Este era nuestro público objetivo. Lo importante era determinar en aquel momento, qué pensaba nuestro público objetivo. Surgieron de ello cosas muy interesantes. Empezamos a detectar que respondían de la siguiente manera a preguntas como esta: ¿Cuánto tiempo hace que fue usted por última vez a su oficina? La media estadística decía que hacía más de tres meses que no había ido físicamente a su oficina bancaria. A la pregunta: ¿Usted es cliente de un banco, por qué no va usted a la oficina bancaria? Contestaban algunos que porque vivían en una ciudad grande, entraban a trabajar a las 8 de la mañana y el banco abría a las 9. En la tarde, cerraban a las 3:00 p.m. y la persona salía a las 6.30 p.m. En

muchos casos, resolvían sus necesidades bancarias por teléfono, con el gerente del banco, etc.

En definitiva lo que se notaba era una cierta dificultad, agravada por el hecho de que en los últimos años, debido a la especulación inmobiliaria, la mayor parte de las corporaciones y las oficinas, se han ido a los extramuros de las grandes ciudades. En Madrid o Barcelona, salvo en algunos núcleos, las grandes corporaciones están en polígonos separados, kilómetros fuera de la ciudad. Estas personas se definían con un alto poder adquisitivo, ganaban por encima de la media de lo que en aquel momento percibía un asalariado más o menos dentro del ámbito laboral. Tenían una alta dedicación. Aparentemente sabían mucho de banca y estaban viviendo una gestión personalizada pero a distancia, con algún amigo que estaba en el banco. Además, eran personas con una alta exigencia de calidad. Había muchas variables que no estaban siendo satisfechas en este momento por el sistema de distribución bancaria.

Con todos estos análisis y elementos de los clientes, la respuesta era tener un banco abierto. Un banco que funcionara las 24 horas del día durante todo el año y que permitiera a los clientes hacer sus transacciones por teléfono, con atención personalizada.

Queríamos definir un sistema o modelo de participación, de definición, de conceptos de calidad de servicio. Habíamos asistido durante los últimos años a muchas definiciones de muchos congresos de calidad de servicio, en los cuales muchas veces se definía la calidad desde la óptica del empresario, desde la óptica del banco y no desde la óptica del cliente. Era muy importante para ser exitosos en todo este planteamiento, el verlo también desde la óptica del cliente. Entendíamos que teníamos que huir del modelo de ofrecer o de establecer una oferta de servicios y de productos, basada exclusivamente en producto a producto.

Entendimos que cualquier banco o entidad financiera debe dar respuesta a cinco aspectos fundamentales para el cliente: Tiene que ofrecerle cosas para rentabilizar su dinero, para utilizar los obligaciones fiscales si las hubiere, siempre dentro de la legalidad, para financiar sus proyectos. Debe ofrecerle alternativas para que pueda hacer cosas, para

planificar su futuro. En España se vive ahora con cierto dramatismo el hecho de que las pensiones garantizadas por el Estado, no se está muy seguro si van a poder luego garantizarte la situación posterior en el momento de la jubilación. Y por último, tiene que dar respuestas para simplificar la utilización de los servicios bancarios.

Estos cinco “paras” resumen toda una estrategia del Banco Directo, como oferta a sus clientes. ¿Cuáles eran los atributos con que a nosotros nos gustaría que nos percibieran en aquel momento en el mercado? Como un banco que ofrece comodidad, sin tiempos ni espacios; como un banco que garantiza la seguridad y la confidencialidad. La seguridad bajo el aspecto del grupo al que pertenecemos, por supuesto. Y, además, con toda una serie de sistemas tecnológicos que estén garantizando la confidencialidad y seguridad de las operaciones financieras.

Un compromiso con la rentabilidad: Queremos ser el banco que mejor paga, que mejor retribuye los ahorros y que da más baratos los créditos; algo difícil de hacer, pero ese es nuestro objetivo, esa es nuestra utopía. Queremos que el cliente nos perciba como un banco de servicios integrales, como un banco de clientes vs. un banco de productos.

Establecimos para todo ello una serie de pasos:

1. Fase de lanzamiento: En 1990, donde aprendimos muchas cosas, como por ejemplo, que la tecnología debe estar al servicio del cliente, pero que no debemos venderle tecnología. Basamos nuestra comunicación en el hecho de que éramos un banco de alta tecnología, basado en el mundo del ordenador, en el mundo de la cibernética, en el mundo informático.

Nuestro público objetivo, tal como lo habíamos definido, es un público que no estaba familiarizado con todo esto de la informática. Encontramos que se aceptaba, pero había una cierta reticencia. Todo esto lo aprendimos en esta fase y simplificamos los mensajes, para convertirlos en mensajes mucho más sencillos: Llamar por teléfono.

2. Fase de inversión en imagen y en reconocimiento: Una banca de particulares, de economías domésticas, no se puede hacer sin masa crítica de clientes. Tuvimos que invertir durante un año y medio para captar muchos clientes y a partir de ello poder empezar a construir.

3. Fase de crecimiento: Una vez que nos habían conocido y teníamos los clientes, empezamos a aumentar el volumen de negocios; pero eso no era suficiente porque creemos que es muy importante en este tipo de banca, desarrollar e investigar nuevas fórmulas

¿Cómo funciona Banco Directo? ¿Cuál es su modelo de marketing y de comercialización?

FUNCIONAMIENTO OPERATIVO

Una vez que tenemos un cliente, él debe acceder al banco a través de diferentes caminos. El más sencillo es el teléfono. El que nosotros utilizamos es un teléfono de costo compartido entre el cliente y el banco. Las tarifas telefónicas se dividen entre los dos. Otros elementos son el fax, el correo, y el videotex. El videotex corresponde a la experiencia del Minitel en Francia, o todos los sistemas también a través del teléfono con pantalla. Es el acceso operativo a través de un módem desde un terminal específico, a la base de datos del banco, y se puede manejar desde la casa para acceder a la cuenta corriente, dar órdenes, instrucciones, pedir talonarios, etc.

Cuando suena el teléfono, pueden suceder dos cosas: Que aparezca lo que decimos ahí, un RU, que no es ni más ni menos que una unidad de reconocimiento de voces, una máquina que le diga: Banco Directo Argentaria, dígame. Con voz, ya hemos logrado que no sea tan metalizada, y en aquellos momentos, le ofrezca la rapidez de poder operar tranquilamente o de poder solicitar una información. Ante esta facilidad para las operaciones bancarias, nuestro mercado todavía no lo tiene suficientemente asumido. Entonces inmediatamente se le da una opción: Si usted no desea hacer transacciones conmigo, puede pasar al operador.

A partir de este momento, cuando nuestro cliente ha tomado la sana decisión de hacerse un cliente directo, ha elegido una clave que le autoriza para entrar en sus datos personales. Es una clave de cuatro dígitos que le pregunta la operadora y en ese momento puede acceder a lo que es la información estática: Cuánto dinero tengo en mi cuenta, me ha llegado la nómina, el vencimiento del crédito. Hay toda una serie de preguntas a las cuales se puede acceder a través de esta clave. Pero si lo que el cliente quiere es hacer transacciones, transferencias, solicitar un crédito, movilizar su cuenta o constituir un depósito, tenemos que atender a una segunda clave. Es una tarjeta que le hemos entregado y de algún modo sirve como de firma telefónica.

A partir de este momento y una vez que los datos coinciden, se realiza la operación. Toda la conversación se graba a través de un sistema digitalizado. Fuimos los primeros que introdujimos en el mercado de la banca telefónica este sistema digitalizado, de manera que podemos en cinco segundos, acceder a cualquier conversación telefónica de nuestros clientes. Basta que nos dé su número de identificación personal y la fecha. Todo este sistema integrado nos permite reducir la conversación telefónica que había empezado situándose en los cinco minutos, en menos de tres minutos, con el consiguiente ahorro de costos y sin pérdida de calidad, dado que uno de los aspectos más importantes de calidad que hemos venido observando en la banca telefónica, es que mientras que un cliente en una oficina bancaria puede esperar de manera espartana durante cinco, diez, quince minutos, a que se resuelva la cola de una ventanilla para pagar un impuesto, para sacar dinero o para cualquier otra operación, en el teléfono es mucho más ágil.

En el mismo momento en que nuestro cliente ha mandado su operación, o ha dado su orden, su operación queda ejecutada. Esto es válido tanto para las operaciones transaccionales normales, como para una operación de bolsa y valores. Como saben, en España los bancos estamos autorizados a operar en el mercado bursátil. Tenemos el servicio directo de bolsa y valores, de manera que nuestros clientes en una misma sesión dentro de lo que es el mercado continuo, pueden comprar y vender varias veces, pueden realizar cuantas operaciones deseen, simplemente a través de la llamada telefónica.

Esto es absolutamente importante para determinado tipo de clientes que difícilmente podrían desplazarse hasta la oficina bancaria y que desde su propia oficina pueden realizar todo este tipo de operaciones. Nos queda una dificultad: ¿Los clientes de esta oficina cómo ingresan su dinero, cómo disponen de él? Evidentemente todavía no hemos conseguido que la telefónica española nos permita enviar dinero a través de los cables telefónicos, estamos tratando pero se resisten, tienen cosas más importantes. ¿Cómo lo hacemos? En primer lugar, debemos recordar que en España tenemos una red de más de 13.000 cajeros automáticos. Una de las más importantes es ServiRed, donde hay Visa y MasterCard. En cualquiera de los cajeros nuestros clientes pueden disponer de efectivo y en la mayor parte de los cajeros de ServiRed pueden ingresar dinero.

También pueden hacer una transferencia o hacernos llegar los cheques cruzados, por correo, o en última instancia, tienen a su disposición toda la red de oficinas de Argentaria, que como hemos dicho anteriormente son más de 1.000, para hacer ingresos en cualquier punto de España y del mundo, sin ningún costo adicional; lo cual es una garantía, es una ventaja importante a la hora de poder utilizar los servicios financieros. Prácticamente el 90% de los servicios financieros los realiza por teléfono, porque nuestro cliente no es un cliente de dinero de papel, es un cliente de dinero de plástico, es un cliente que normalmente gusta de llevar varias tarjetas de crédito, pagar con tarjeta de crédito, y por lo tanto no necesita el dinero de papel de manera asidua, sino coyunturalmente. No obstante, si lo quiere, tiene la solución.

¿Cómo hemos captado clientes, cual ha sido nuestro marketing?

Hay que pensar que una entidad financiera normal tiene puntos de venta en la calle, que cuando la gente pasa, lo ve y puede acordarse si es el banco tal o cual. Pero en el caso de Banco Directo no hay oficinas bancarias. Nosotros éramos conscientes de que en primer lugar nuestra estrategia de marketing debía ir orientada, en una primera fase, a identificar los clientes potenciales. Esta era la primera dificultad. La segunda fase es la de captación de clientes. Para ello era muy importante incentivar el primer contacto, mediante el marketing promocional.

La tercera fase consiste en que, una vez que ya están adentro los clientes, hay que retenerlos a través de la calidad de servicio, de la atención personalizada, con nuestro asesor personal y de la venta cruzada. En el primer paso, que es la fase de la identificación, nuestro costo de transformación es la publicidad, la comunicación, ahí tenemos que invertir bastante a través de la prensa, que es una aliada importante. Tenemos que estar diariamente, o de manera asidua, en la prensa que es más rentable para nosotros. El otro medio es la televisión, que es un instrumento costoso, y por ello tenemos que discriminar muy bien cuando la utilizamos. El mailing, el envío de cartas a clientes, es otra estrategia que se utiliza frecuentemente. ¿Qué pasa cuando ponemos en marcha todas estas estrategias? Que el público empieza a contestar.

Tenemos toda una estructura que no solamente se conforma con esperar a que el cliente nos llame, sino que además hace o realiza una acción proactiva. A través del tele-marketing, siempre a través del teléfono, se pone en contacto con aquellas personas a los que les hemos enviado un mailing y se les pregunta si están interesados en nuestros productos.

Los resultados de todo esto se introducen en una base de datos. La base de datos nos ha permitido rebajar los costos de captación en un 300% porque simplemente hemos ido determinando muy claramente qué tipología de clientes nos llamaban.

Nuestra línea de comunicación no pretende ser elegante. Para este tipo de banca yo no creo en la publicidad sólo de imagen, es decir, aquella que dice que somos muy buenos, que somos maravillosos, sino en aquella que ofrece algo al cliente, aquella que motiva la acción del cliente. Yo creo que en este negocio, fundamentalmente en todo lo que es el mercadeo de segmento de personas de economías domésticas, es absolutamente fundamental el dominio del dato. Nosotros hemos podido comprobar que el no tener una base de datos adecuada dentro de una entidad financiera, sea de banca telefónica o de banca tradicional, puede suponer un incremento en los costos de comercialización de hasta un 500%. En qué sentido. En el sentido de que hay clientes que reciben

seis, siete, ocho, diez veces comunicaciones de la misma entidad financiera, cuando ha dicho muchas veces que no le interesa.

Cuando un cliente ha dicho que determinado aspecto le interesa, como no ha habido un medio de recoger esa inquietud, lo hemos dejado simplemente en la cabeza o en la buena voluntad del director de la oficina, y cuando ha ocurrido el evento X no nos hemos puesto en contacto con él y hemos perdido una oportunidad de negocio. Esta estructura de base de datos a la que hemos llegado después de varios años, nos permite controlar toda la base de mercado, todos los elementos de este que consideramos como potencial para cruzarlo con nuestra base de datos y establecer estrategias generales: Ver quién se parece a quién para poder orientar toda nuestra estrategia comercial hacia ese segmento.

La segunda fase es la de la captación de clientes. Le hacemos a todos nuestros clientes, con base en lo que ellos han solicitado, un primer envío en papel, podemos hacerlo también a través de videotex, y no esperamos a que nos respondan. Nos ponemos en contacto con él, con objeto de rematar comercialmente hablando, al cliente. Si decide ser cliente, pasa a la cartera del asesor personal directo. Y si decide no ser cliente le preguntamos por qué. Obtenemos respuestas de todo tipo, pero desde luego la mayor parte de las personas nos dan una información de retorno tremendamente importante para las siguientes campañas. De esta manera vamos descubriendo cuáles son los elementos que deben tener nuestros productos, cuáles son las estrategias de comunicación y cómo puede enriquecerse nuestro tratamiento y nuestra aproximación.

La tercera fase es la que denominamos de vinculación. Una vez que se es cliente, se comienza a operar y se produce una relación con el personal directo. A los cinco días de hacerse cliente, recibe una llamada del asesor personal directo, interesándose por él, preguntándole si está satisfecho con nosotros y en ese momento intenta comercializar un segundo producto que denominamos de vinculación. Todo esto se hace a través del teléfono. A partir de este momento hay toda una estrategia definida que consiste en interesar al cliente para que suscriba nuevos productos y en detectar su nivel de calidad.

¿Cómo responde el mercado? Veamos la evolución de clientes que ha tenido Banco Directo en estos cinco años de vida. Comenzábamos el primer año, en 1991, con 32.197 clientes. En estos momentos hemos superado los cien mil clientes, estamos en ciento dos mil trescientos veinticinco clientes, para ser más exactos. Más o menos nuestra captación diaria suele estar aproximadamente en los doscientos cincuenta clientes.

¿Cuántos recursos hemos drenado al mercado? ¿Cuál es la evolución de nuestros recursos gestionados? Desde una cifra muy pequeña de ciento cuarenta mil dólares con que cerramos 1991, en estos momentos podemos decir que ya hemos superado los mil millones de dólares. En el pasado mes de marzo superamos una cifra que para nosotros era bien importante porque en pesetas son ciento veinticinco mil millones, que traducido a dólares ya empieza a ser una importante evolución.

¿Cómo nos sitúa esto en el mercado financiero español? En España hay en estos momentos ciento treinta licencias bancarias operativas. Nos sitúa exactamente en el puesto número cuarenta y siete del sistema financiero español. Quiere decir que desde hace cinco años que estábamos en el puesto ciento treinta y siete, nos hemos situado en el puesto número cuarenta y siete en recursos gestionados. Obviamente todavía no en beneficios, puesto que en beneficios nosotros en estos momentos estamos obteniendo una rentabilidad sobre nuestros recursos propios de un 8,01, y nuestro objetivo es, en 1997, que será el año en que comencemos a pagarle dividendos al accionista, situarnos en aproximadamente un 14%. Este es un proyecto de mediano y largo plazo y nadie nos estaba pidiendo que diéramos beneficios el primer año. De hecho, el primer año dimos pérdidas.

¿Cuál es el perfil de nuestros clientes? Estoy hablando de primeros titulares, un 76% de personas son hombres y un 23% mujeres, y aquí aparece un dato muy importante y es la tremenda presencia e importancia como primer titular, puesto que como segundo titular sí existe la mujer en todos los casos, prácticamente en el 100% y el 76,3 de hombres. Pero empieza a tener una importancia fundamental como segmento objetivo, el segmento femenino como consumidor bancario.

¿Cuál es el estado civil de nuestros clientes? Un 39% de solteros, un 57% de casados, un 0,51% de separados, un 0,88% de divorciados, y un 2,20% de viudos. Es curioso el número de viudos que tenemos, se ve que tienen tiempo y les gusta llamarnos por teléfono.

¿Cuál es la pirámide de edad de nuestros clientes? Hasta 25 años un 13,25%, de 25 a 35 un 44,65%, de 35 a 50 un 26%, de 50 a 65, un 10,96% y más de 65 un 4,94%.

La lectura de esta pirámide que a mí inicialmente me pudo preocupar, obviamente no se corresponde luego con los recursos de cada cliente. Lógicamente, luego se invierte y tienen más dinero las personas de 36 años hacia adelante que las de 35 hacia abajo. Pero es importante porque esto lo que nos marca, pues estamos ante una fórmula de futuro. A mí me hubiera preocupado tremendamente si la pirámide de edad se hubiera situado en personas de 60 años hacia arriba o de 50 años hacia arriba, porque hubiera pensado que estamos en un modelo caduco. Sin embargo, este modelo nos está marcando una línea de incremento, porque tenemos ahí una base de clientes importantes.

¿Cuál es su nivel de educación? Con escuela primaria 6%, 46% con escuela secundaria, y 46% de educación superior universitaria.

SESION DE CLAUSURA

Luis Carlos Villegas Echeverri
Presidente Junta Directiva
Asociación Bancaria y de
Entidades Financieras de Colombia,
Asobancaria

En esta última sesión de la Convención Bancaria de 1995, me corresponde a nombre de la Junta Directiva y de los afiliados de la Asociación, introducir las palabras de clausura del señor ministro de Hacienda y Crédito Público, Guillermo Perry.

Así como a finales del siglo pasado algunos de los libros nuevos traían la leyenda: «No tiene prólogo de Don Miguel Antonio Caro», esta Convención Bancaria, señor ministro, no tuvo discurso de Rudolf Hommes, lo cual debe registrarse apropiadamente.

COLOMBIA SITIADA

No hay mejor lugar que Cartagena para reflexionar sobre la actual coyuntura colombiana. Este Corralito de Piedra es veterano de sitios y de intentos de saqueo. Porque a mi juicio, lo que hoy vive la nación es un verdadero estado de sitio, propiciado, desde dentro, por las más osadas, encumbradas, poderosas y oscuras fuerzas de la criminalidad; y desde fuera, por vecinos, opinantes y virreinales jefes de misión diplomática, legisladores, ex funcionarios y, a veces, funcionarios de un Estado del que Colombia siempre ha esperado cooperación, y cuyas actitudes gravitan inexorablemente sobre nuestra economía y sobre nuestra democracia.

Narcotráfico, medio ambiente y derechos humanos son la trilogía inevitable de la agenda internacional colombiana, y su tratamiento es la base de cualquier certificado de buena conducta, bilateral o multilateral.

Lo que padece cotidianamente Colombia en materia de degradación de la vida ciudadana, no tiene igual. La violencia se ha enseñoreado del transcurrir nacional, en sus formas tradicionales y novedosas. Las carreteras y caminos están cundidos de asaltantes. El secuestro reina en los cuatro puntos cardinales del país. Los delitos contra la propiedad sobrepasan varios billones de pesos. Si los análisis son correctos, como lo trajo a colación Jorge Ramírez Ocampo, la violencia generalizada nos ha robado un tercio de nuestro PIB en los últimos ocho años. Tal vez con un tercio de esa pérdida, podríamos haber recuperado a la República de las manos de los violentos.

La corrupción, fruto del narcotráfico, es otro obstáculo todos los días más insalvable. Debe ser función primordial del Estado, hacer saber a los asociados que ninguno de ellos está exento del largo brazo de la justicia, para la aplicación de la ley. Por ello debo registrar como positiva la actuación reciente de la Fiscalía General de la Nación. Todos los colombianos esperamos con esperanza, que de este primer paso salga la claridad que exige un estado de derecho y que reclama la comunidad internacional. Que los inocentes sean resarcidos y que los culpables purguen su daño. Una nueva frustración sería fatal para la legitimidad y la credibilidad, ya escasas, de nuestra justicia.

Y un punto que a todos nos causa zozobra, pero también temor para enunciarlo y comentarlo, es la presencia de miembros de cuerpos con autoridad en gran cantidad de ilícitos. Bandas de secuestradores, de asaltantes, de estafadores, tienen en sus filas, cuando no en sus mandos, agentes de la fuerza pública, a la cual la sociedad le ha conferido el sagrado y exclusivo privilegio de la represión, de la vigilancia de la ley y de la protección ciudadana.

En el ámbito externo, difícilmente podría encontrarse una coyuntura potencialmente más difícil que la que ha tocado en suerte al gobierno de Ernesto Samper. La nueva mayoría republicana en el Congreso de los

Estados Unidos, fue marco propicio para oír toda clase de desafueros contra Colombia. Las propuestas van desde un embargo comercial total, hasta la invasión. Y al colombiano común le es difícil diferenciar cuáles de las decisiones norteamericanas recientes son fruto de nuestra posible laxitud con el narcotráfico, y cuáles son normales dentro de cualquier relación bilateral. La amenaza de retaliaciones comerciales por el acuerdo con la Unión Europea sobre el banano, ¿a qué categoría corresponde? ¿Las investigaciones ecológicas al atún y al carbón, dentro de cuál libreto se inscriben? ¿Las flores ya terminaron su calvario?

Hemos visto la firmeza del embajador Lleras y al mismo tiempo la diplomacia del canciller Pardo, desplegadas por el gobierno en el complejo manejo de las relaciones con los Estados Unidos. Todos somos conscientes del rol preponderante que esa gran nación debe asumir y ha asumido en el Nuevo Orden Mundial. Pero ni las acciones de fuerza, ni los bloqueos, ni las amenazas de aislamiento financiero, podrán relevar a los Estados Unidos de la responsabilidad histórica de luchar contra su consumo doméstico, ni de ejercer más control sobre sus exportaciones de precursores químicos y de armas, ni de vigilar más efectivamente la formación y la circulación de sus capitales ilegales. Estas responsabilidades deben ser simétricas a las de Colombia y demás países productores de drogas ilícitas, en la erradicación de cultivos, desmantelamiento de laboratorios y castigo de la corrupción que genera el narcotráfico. Cuando el terrorismo ciego golpea en cualquier lugar del mundo, en Colombia, que ha dado tanto luchando contra él, se produce de inmediato un gran sentimiento de solidaridad.

Por todo esto quiero, a nombre del sector financiero, hacer un llamado a los gobiernos de Estados Unidos y de Colombia, para que busquen todo camino de entendimiento. Para que intenten todo procedimiento de concertación. Para que logren toda la colaboración y la cooperación proporcionales en esta lucha. La confrontación sólo beneficiaría al crimen organizado. La cooperación respetuosa de Colombia y de los Estados Unidos se impone como necesidad global, pero debe partir de una gran dosis de mutua confianza. Por su parte, el presidente Samper puede contar con la nuestra.

Mientras tanto, peligrosos nacionalismos, ojalá no vinculados con lo anterior, resurgen en Venezuela y en Nicaragua para revivir pleitos ya superados jurídica e históricamente, o para tratar de enturbiar unas relaciones donde la economía superó a la política.

Hasta en Panamá se dan declaraciones sobre la necesidad de vigilar mejor la línea fronteriza con Colombia.

En ambos frentes, el doméstico y el externo, puede contar el gobierno con el total apoyo del sector financiero. Tenemos la convicción de que el presidente Samper no está ahorrando un solo esfuerzo para volver a imponer la Constitución y la ley sobre los criminales. Vemos con satisfacción el esfuerzo que realiza para que la ciudadanía recupere la confianza en su Policía y para que las Fuerzas Militares no tengan vetado un solo centímetro de territorio nacional. Igualmente agradecemos la disposición del Ministro de Defensa y de los altos mandos militares y de Policía, para colaborar en la solución de los problemas específicos de seguridad, abrumadores por cierto, de los bancos y demás establecimientos financieros.

EL AMBIENTE ECONOMICO

Keynes culpaba de los ciclos económicos al buen o mal humor de los empresarios. *The Economist*, en reciente edición, agregaba que «los economistas no hacen ningún daño si se dedican solamente a entender los ciclos. El daño aparece cuando creen saber lo suficiente para abolirlos».

Los últimos pronósticos y presupuestos hacen pensar que Colombia se adentra lentamente en un ciclo de menor crecimiento. El descenso en la demanda de crédito para construcción, la iliquidez, la caída de las cotizaciones de las bolsas, entre otros factores, sumados al difícil contexto internacional, podrían hacer variar el «humor keynesiano» de nuestros empresarios. Por eso se impone que el gobierno trasmita mensajes adecuados de optimismo. Más impuestos serían poco pertinentes. Bajar la guardia en el cumplimiento del Pacto Social, afectaría la credibilidad de futuras concertaciones. Mantener la iliquidez por mucho tiempo más,

daría al traste con el esfuerzo de productividad de los empresarios manufactureros y con la competitividad de los comerciantes, además de impedir un buen desarrollo del mercado de valores.

Estamos seguros de que su talante señor ministro, su estilo abierto y su conocimiento del país, pondrán sobre el tapete los elementos adecuados para impedir un ciclo recesivo que haría fracasar la apertura y minaría los grandes esfuerzos que ha hecho el sector financiero para fortalecerse y hacer más sólido su andamiaje.

LA COYUNTURA Y LA RESOLUCION 200

Son verdaderamente encomiables los esfuerzos normativos que ha hecho el gobierno para fortalecer el mercado de valores. La nueva legislación para el sector financiero, en materia de inversiones, en verdad pareciera dictada para un país con más altos estadios de desarrollo que el nuestro. Estamos listos, sin embargo, a asumir ese nuevo reto y a contribuir a la modernización de esa porción de nuestra economía, sin caer, por supuesto, en los sueños megalómanos sufridos por otras naciones latinoamericanas.

Vale la pena en este momento, *ad portas* de que la Misión sobre el Mercado de Capitales rinda sus recomendaciones y conclusiones, plantear una inquietud académica sobre la resolución 200 y sus normas adicionales y complementarias. A los establecimientos de crédito, especialmente a las corporaciones financieras, no nos quedaría otro camino, con el nuevo sistema de valoración, que ir con nuestros portafolios a las bolsas, para que el mercado, este mercado nuestro, imperfecto y poco transparente, sea el que les fije su valor.

Legítimamente puede preguntarse: ¿Si esta normatividad la hubiésemos aplicado desde hace seis meses, cómo sería hoy el efecto de la desvalorización de esos activos, fruto de la caída en las bolsas? ¿Puede afirmarse que las bolsas van a reaccionar positivamente en el

mediano plazo? ¿Si no reaccionan, es prudente forzar la presencia de unos portafolios en las bolsas, a sabiendas de que serán subvaluados?

El dinero captado del público debe tener las mayores seguridades. Ese es finalmente nuestro oficio de banqueros. Y el mercado colombiano de capital no parece ser, por el momento, la mejor de las opciones. El propio Fondo Monetario, en opinión publicada por los cables internacionales esta misma semana, ha recomendado prudencia a los gobiernos y a los intermediarios financieros en su vinculación con las bolsas, pues prevé tiempos difíciles para las principales del mundo, causados por la caída del ahorro en los países industrializados.

Valdría la pena, pienso, un nuevo aplazamiento del régimen de inversiones de la resolución 200, entre otras cosas, para que sea plenamente compatible con las conclusiones de la Misión para el Mercado de Capitales, en la cual ha puesto tanto empeño el gobierno y, especialmente, la cartera de Hacienda.

Señoras y señores:

Las banca colombiana es profesional, seria y sólida. Sus administradores y accionistas nacionales y extranjeros han dado muestras de autoridad moral para tratar los temas nacionales y para colaborar en el buen suceso del país. Así lo ha comprobado nuestro apego a la legislación, incluida muy especialmente aquella, en buena hora expedida por el gobierno nacional, para contrarrestar la presencia y la circulación de dinero de dudosa procedencia en el sistema financiero colombiano. Estamos dispuestos a seguir aplicando eficazmente esos controles, y a cumplir con los adicionales que se consideren más prudentes.

Hoy que el país atraviesa una de sus más sinuosas etapas históricas, queremos expresar nuestra confianza en Colombia, en su gobierno libremente elegido y en su economía, construida con tantas dificultades pero con tanta prudencia.

Prudencia que fue la bandera de Pacho Ortega. Hace 15 años firmamos juntos el primer acuerdo de pagos con China, cumpliéndose así su sueño

xenófilo de acercar a Colombia a la gran nación oriental. Para Beatriz y sus hijos, nuevamente el abrazo de los banqueros de Colombia. De quienes tanto le aprendimos. De quienes debiéramos copiar más fielmente su ejemplo.

Guillermo Perry Rubio
Ministro de Hacienda y
Crédito Público

Deseo, en primer lugar, agradecer a la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia y al doctor César González Muñoz, su presidente, por la invitación a clausurar esta Convención que, como en años anteriores, ha constituido un importante foro de discusión sobre los grandes temas de la política económica colombiana e internacional, en una perspectiva académica que supera la del interés estrictamente gremial.

El señor Presidente de la República, al instalar la Convención en el día de ayer, realizó un completo balance sobre los resultados de la política económica de los últimos meses y sobre las excelentes perspectivas que tenemos por delante. Me abstendré, por tanto, de tratar estos temas. Voy, en cambio, a aprovechar esta oportunidad para concentrarme en tres temas específicos de particular importancia para el sector financiero. El primero de ellos se refiere al Proyecto de Ley de Racionalización Tributaria, presentado por el gobierno a consideración del Congreso en la semana pasada. El segundo, a otro proyecto de ley, íntimamente vinculado con el desarrollo del mercado de capitales, por medio del cual se reforma el régimen de sociedades en el Código de Comercio. El tercero es un tema sobre el cual ha existido desde hace varios meses gran expectativa en el sector financiero y la economía en general: el de la reforma de los encajes. Finalizaré con algunas consideraciones sobre el desarrollo futuro del sistema financiero y del mercado de capitales.

I. REFORMA TRIBUTARIA

El Proyecto de Ley de Racionalización Tributaria tiene dos grandes objetivos. Ante todo, el de hacer más equitativa, neutral y transparente la estructura tributaria, adaptándola a las nuevas condiciones de los mercados e introduciéndole las modificaciones requeridas para cerrar canales y posibilidades de evasión, elusión o reducción injustificada de las obligaciones tributarias. De otro lado, el de incrementar el recaudo de recursos para permitir la ejecución del Plan de Desarrollo en condiciones de estabilidad macroeconómica.

Permítanme comenzar por el segundo. Las mayores transferencias a las entidades territoriales, asociadas con el proceso de descentralización ordenado por la Constitución de 1991 y la ley 60 de 1993, así como las implicaciones presupuestales de la ley 100 de 1993, que reformó el régimen de la seguridad social, conducen a que las transferencias totales del gobierno central a otras entidades públicas se incrementen del 7,7% del PIB en 1994 al 9,8% en 1998. En adición, las demás prioridades en inversión social e infraestructura contempladas en el Plan de Desarrollo, implicarán para los próximos años un aumento de la inversión del gobierno central del 2,6% del PIB en 1994 al 4,8% en 1998. Estos aumentos serán compensados, en parte, por una reducción relativa de los gastos generales y de nómina, como porcentaje del PIB, durante el mismo período, y por mayores excedentes en el resto del sector público. No obstante, para conservar una situación de equilibrio o superávit en las finanzas públicas consolidadas, ineludiblemente, una porción de ese aumento en los gastos debe ser financiado con mayor recaudo tributario, tal como lo previó desde su primera versión el documento del Salto Social.

No tengo necesidad de explicar en este foro la importancia crucial que reviste el mantener el equilibrio fiscal. Sólo de esa manera se logrará cumplir simultáneamente con las metas de inversión del Plan, que resultan fundamentales en términos de competitividad, crecimiento y equidad, y con los objetivos macroeconómicos de reducir las tasas de inflación y mantener la estabilidad de la tasa real de cambio y la balanza de pagos, a corto y mediano plazo.

La Ley de Racionalización Tributaria que ha propuesto el gobierno permite obtener los recursos requeridos, sin crear nuevos tributos ni aumentar las tarifas de los impuestos existentes, aparte de un aumento marginal en el IVA para los automotores de uso particular. La contribución de la reforma propuesta, en comparación con los recaudos previstos con las tarifas y la estructura vigentes, se estima en 0,7% del PIB para 1996, 1,38% del PIB para 1997 y 1,31% del PIB para 1998. Los demás ingresos corrientes necesarios para el financiamiento del Plan procederán de los recursos fiscales derivados de las mayores exportaciones petroleras, de mejoras en la gestión tributaria y aduanera y del programa de privatizaciones.

Adicionalmente, el proyecto conduce a mantener algunas fuentes de recursos dispuestas por la ley 6 de 1992. En esa oportunidad se estimó necesario introducir un aumento en la tarifa del IVA de 12% a 14% y una contribución especial del 25% del impuesto de renta, con el objeto de financiar gastos como el aumento en la fuerza pública, incrementos salariales a las fuerzas armadas y el sector judicial y el funcionamiento de las nuevas instituciones de justicia creadas por la Constitución de 1991. Desafortunadamente, se terminó por establecer que el incremento en las contribuciones sería temporal a pesar del carácter permanente de los gastos que requerían financiación. Existe ya plena conciencia en el país de la necesidad de enmendar este error. Por ello, el proyecto propone garantizar la permanencia de la tarifa del 14% en el IVA y la incorporación a la tarifa del impuesto de renta de la contribución especial.

No obstante lo anterior, el proyecto se inscribe en objetivos más ambiciosos. Se trata de modificar aquellas características del régimen tributario vigente que se contraponen a los principios de transparencia, equidad, neutralidad y eficiencia de un sistema tributario moderno y de dotar a la administración de instrumentos efectivos y justos para que estos principios se observen en la realidad de la tributación efectiva y no solamente en la apariencia formal de las normas.

Si toda actividad económica contribuye, en la práctica, de acuerdo con su capacidad, el sistema tributario resulta ser, además de equitativo, neutral y eficiente. Propicia un funcionamiento eficiente de los mercados.

No distorsiona las decisiones de inversión, financiación, producción o comercialización, por razones «meramente» tributarias. No crea ventajas artificiales indebidas para las empresas o personas que se benefician de normas tributarias privilegiadas, de canales de elusión permitidos o tolerados por la ley o de oportunidades de evasión abierta.

La transparencia y la equidad en las normas tributarias y en su aplicación generan otro círculo vicioso. Cuando los contribuyentes perciben equidad y transparencia en el diseño y aplicación del sistema tributario, mejora su actitud frente al pago de tributos y a la administración, de manera que se facilita el recaudo y la equidad efectiva.

De manera general, el proyecto de reforma al régimen tributario propone su modificación en relación con cuatro aspectos fundamentales: impuesto a la gasolina, contribución especial de hidrocarburos, tratamiento de la inversión extranjera, IVA e impuesto de renta y complementarios. No voy a entrar acá a describir el contenido del proyecto en cada uno de estos campos. Quiero, en cambio, destacar algunos aspectos en los que la reforma toca con la inversión extranjera y con el sector financiero y en donde la actualización de normas imperfectas busca eliminar tratamientos discriminatorios o sesgos artificiales en la utilización de diferentes mecanismos financieros.

En lo que se refiere a la inversión extranjera, el proyecto mantiene la orientación de las normas tributarias que han venido expidiéndose desde 1986, con miras a eliminar discriminaciones y trabas que dificultaban su ingreso y el desarrollo de su actividad en el país. En esta ocasión, en particular, se actualizan algunas normas relativas a los rendimientos obtenidos por fondos de inversión extranjera en papeles de renta fija, a la reinversión de utilidades para la exención del impuesto de remesas, al tratamiento de las utilidades obtenidas por extranjeros en venta de acciones y al régimen de rentas de fuente nacional y pagos a la casa matriz.

Asimismo, se elimina el denominado impuesto de guerra para nuevos descubrimientos petroleros y mineros y se unifica, gradualmente, la tarifa

del impuesto de remesas, de modo que en el futuro estas actividades de riesgo tengan un tratamiento idéntico al de otras actividades de la inversión nacional y extranjera. Es evidente que no se puede ir más allá en esta materia.

En materia del impuesto al valor agregado, el proyecto de reforma contempla la extensión de su ámbito a servicios que estaban excluidos sin justificación clara, limitando las excepciones y exenciones a aquellos bienes y servicios que tienen un carácter social especial. Esto implica la extensión del gravamen a algunos servicios financieros, como son el de arrendamiento financiero (leasing), y las comisiones de las sociedades fiduciarias, comisionistas de bolsa e intermediarios de seguros. Se nos ha puesto de presente un aparente error en la definición de la base gravable del leasing, que procederemos a corregir de común acuerdo con los ponentes del proyecto.

El proyecto de reforma también propone modificar el tratamiento tributario aplicable a las operaciones de arrendamiento financiero con opción de compra, mediante la introducción del llamado sistema anglosajón. En el sistema propuesto, es el comprador el que desde el punto de vista fiscal posee el activo otorgado en leasing, debe depreciarlo de acuerdo con el tiempo de vida útil del bien y, en el caso colombiano, se haría acreedor al descuento del IVA pagado en la adquisición del bien. Esta medida introduce exactamente el mismo tratamiento aplicable a los demás mecanismos de financiación y elimina los sesgos artificiales, a favor y en contra de la utilización de este importante instrumento financiero, y las oportunidades de elusión y evasión que hemos detectado, como consecuencia de la imperfección de las normas vigentes.

El tratamiento tributario de las actividades de fiducia también es modificado al establecerse un control de los contratos de fiducia, a través de la obligación para determinar periódicamente las utilidades de los patrimonios autónomos, la identificación de los dueños y beneficiarios de las rentas y el establecimiento de mayores responsabilidades tributarias por parte de las sociedades fiduciarias. En los casos en que los beneficiarios

no son claramente identificables y en consecuencia no pueden ser gravados, el patrimonio autónomo entrará a tributar en las mismas condiciones de cualquier sociedad.

De esta manera, el leasing y la fiducia se desarrollarán como mecanismos financieros de gran potencial para una economía como la colombiana, pero, al mismo tiempo, no podrán ser utilizados como medio para reducir, eludir o evadir las obligaciones tributarias de los usuarios.

Así, a manera de conclusión sobre los aspectos de la reforma tributaria que se relacionan con el sector financiero, puede decirse que, en consonancia con la orientación general de la reforma, lo que se hace es actualizar las normas y procedimientos a las condiciones de un sector que, afortunadamente, ha actuado más rápidamente en sus innovaciones financieras y el desarrollo de productos, de lo que había sido previsto por la imperfecta legislación existente.

II. REGIMEN DE SOCIEDADES Y MERCADO DE CAPITALES

Pasando al segundo tema planteado en la introducción de esta intervención, quiero anunciar que hemos llegado a un compromiso con los ministerios de Justicia y de Desarrollo para llevar una posición común al Congreso en cuanto a la reforma del Código de Comercio, que se encuentra en proceso de discusión desde hace aproximadamente un año.

El gobierno ha manifestado en múltiples ocasiones su interés por promover las condiciones necesarias para la canalización de un mayor volumen de ahorro hacia la inversión y un desarrollo dinámico de nuestro incipiente mercado de capitales. En tal sentido se dirige el proyecto de reforma al régimen de sociedades del Código de Comercio, con el cual se pretende introducir mecanismos que contribuyan al estímulo de la oferta de acciones y a la consolidación de la confianza en el mercado de valores.

La orientación de la reforma propuesta parte de reconocer la distinción que en la práctica existe, tanto en Colombia como en el resto del mundo, entre los inversionistas en acciones que poseen el control de las empresas y aquellos que las mantienen estrictamente como inversión de portafolio, en busca de rentabilidad y valorización. El propósito es otorgar a los segundos un nivel máximo de información y de seguridad, que los induzca a mantener acciones en sus portafolios y a financiar de esa manera a las empresas de las cuales son socios, a la vez que se otorgue a los primeros tanta flexibilidad como sea posible para la toma de decisiones y el manejo de las empresas. En esta forma se reducirá la prevención de quienes controlan las empresas a ofrecer acciones en venta, como el mecanismo óptimo de capitalizarlas y fortalecerlas, y los accionistas minoritarios estarán adecuadamente informados y protegidos.

Con estos propósitos, el proyecto contempla la disminución de las mayorías calificadas para la toma de decisiones en las sociedades por acciones, y especialmente en aquellas que van al mercado de valores, desde el 70% actual a la mitad más uno. Dentro de este mismo contexto se introduce el régimen de constitución de sociedades anónimas por suscripción sucesiva, el cual constituye un nuevo mecanismo para la formación de sociedades con recursos captados del público. Igualmente se introducen modificaciones al régimen de acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto, flexibilizando los requisitos para su emisión y permitiendo que sean los emisores los que determinen las características de las acciones de este tipo que pretendan emitir.

Como contraparte, se proponen normas tendientes a proteger al pequeño inversionista frente al accionista controlante. En primer término, y con el propósito de darle mayor transparencia al mercado, se propone dar una nueva conformación al sistema de información de las sociedades, exigiéndoles depositar sus estados financieros en el Registro Mercantil, obligando a los administradores a permitir la inspección de la información por parte de los accionistas, en condiciones que protejan la integridad de la empresa, y haciendo más exigente la información previa a los accionistas cuando en las reuniones de asamblea o de juntas de socios en las que se vaya a discutir temas de trascendencia tales como fusiones,

escisiones o transformaciones de la sociedad, la cancelación de la inscripción en bolsa de las acciones, etc.

También se establece un régimen de matrices y subordinadas que determina con claridad los eventos en que existen relaciones de control, obligando en estos casos a revelar esta situación, a consolidar estados financieros, así como a informar las operaciones que se realizan entre controlante y subordinados.

Para reforzar el sistema de protección de los socios minoritarios, se consagra y reglamenta el derecho de receso, el cual les permite retirarse de la compañía en los casos en que se modifican sustancialmente las condiciones económicas que los llevaron a invertir en dicha sociedad, garantizándoles que recibirán el valor real de su inversión.

Finalmente, se establece un estricto sistema de responsabilidad en materia de administradores, el cual pretende profesionalizar dicha función e igualmente establecer una responsabilidad acorde con la actividad que ellos ejercen y con la posición de poder que de ella se deriva.

Sería tedioso extenderme aquí en mayores detalles sobre un tema tan técnico y jurídico como el de la reforma del régimen de sociedades. Quiero reiterar, sin embargo, nuestra convicción de que este es uno de los pocos campos en los que la legislación colombiana no se ha adaptado aún a los requerimientos de un mercado accionario amplio, sólido y dinámico, que permita a las empresas del sector real acudir a este mecanismo de financiación y de capitalización, como complemento a los instrumentos tradicionales de financiación crediticia. De ahí la importancia que otorgamos al proyecto de ley cuya discusión en el Congreso, esperamos, habrá de reanudarse en los próximos días.

III. LA REFORMA AL REGIMEN DE ENCAJES

Paso a referirme al tema de los encajes del sector financiero, el cual tiene una importancia indiscutible tanto desde el punto de vista del

desempeño futuro del sector, como del de la evolución de la política monetaria.

Desde hace varios meses iniciamos con la Junta Directiva del Banco de la República la discusión sobre el tema de los encajes, bajo la convicción de que los niveles que rigen actualmente las cuentas corrientes en Colombia son excesivos y de que la gran dispersión existente (entre 1% para algunos CDT y 70% para las cuentas corrientes oficiales) está causando graves distorsiones en la competencia entre distintos tipos de depósitos, e incluso entre grupos de intermediarios financieros. De hecho, la actual estructura de encajes ha generado un proceso de recomposición artificial de las fuentes de captación del sistema, en donde los recursos provenientes de depósitos en cuenta corriente han perdido importancia relativa frente a los de CDT. Así, el sector financiero ha concentrado sus fuentes de financiación en aquellas con menores requisitos de encaje, encareciendo los costos financieros de sus pasivos y reduciendo al mismo tiempo la capacidad de control de la autoridad sobre los agregados monetarios.

Además, la elevada dispersión de los encajes ha contribuido a generar una alta volatilidad en la liquidez del sistema y por lo tanto en las tasas interbancarias, lo que a su turno imprime una excesiva variabilidad a las tasas pasivas y activas. Estos fenómenos inducen, a su vez, una volatilidad inconveniente en los movimientos de la tasa de cambio y de los precios de las acciones. Todo ello impone riesgos excesivos e inconvenientes a todos los agentes económicos e inhibe el desarrollo de mecanismos de ahorro y captación de largo plazo. Para colmo, la excesiva variabilidad en las tasas de interés se traduce, a la larga, en tasas promedio más altas de las que existirían en condiciones de mayor estabilidad.

A partir de este diagnóstico, debidamente fundamentado en los estudios técnicos del Banco y otras instituciones, nos preguntamos por la estructura óptima de encajes y llegamos a la conclusión de que ella debería estar vinculada con las necesidades de reserva para cubrir variaciones eventuales en los depósitos. En otras palabras, concluimos que los niveles de encaje deberían desvincularse a largo plazo de los requerimientos de la política monetaria y definirse con base en la

necesidad de otorgar colchones de liquidez a cada tipo de depósito, de acuerdo con su propio grado de volatilidad, de tal forma que sirvieran para proteger al sector financiero de eventuales situaciones de iliquidez, generadas por retiros de recursos por parte del público.

Bajo el criterio anterior, la conclusión fue clara en el sentido de que no sólo tenemos niveles excesivos de encaje para las cuentas corrientes, sino que los niveles actuales de encaje para las captaciones de CDT, entre 1% y 3% dependiendo del plazo, son exageradamente bajos y generan para el sistema de pagos un riesgo innecesario a largo plazo.

Por otra parte, el análisis que efectuamos en el interior de la Junta Directiva del Banco de la República sobre el tema de los encajes tuvo bajo consideración permanente el hecho de que no podríamos tomar medidas que implicaran un cambio abrupto en la política monetaria ortodoxa que se ha mantenido desde el segundo semestre de 1994, la cual resulta indispensable para el sostenimiento de la tendencia descendente de la inflación y el logro de la meta del 18% para este año.

En adición, se tuvo en cuenta que se requiere un período de transición para que los intermediarios financieros se adapten sin traumatismos al nuevo régimen.

La evidente complejidad del tema, y la enorme importancia de esta reforma de carácter estructural, explica por qué nos tomamos varios meses de estudio antes de adoptar las medidas contenidas en la resolución externa número 12 de 1995, expedida por la Junta Directiva del Banco de la República el 21 de abril pasado, y cuyos elementos fundamentales son los siguientes:

Primero: Se mantienen los niveles actuales de encaje ordinario sobre el monto de depósitos que tengan las entidades financieras al cierre de operaciones del día de hoy, con lo cual se evitan efectos bruscos inmediatos de la medida, tanto en términos monetarios como en relación con la situación específica de cualquier intermediario.

Segundo: Se establecen encajes marginales sobre los incrementos en los depósitos con respecto a los niveles registrados al 30 de abril de 1995, de acuerdo con los siguientes porcentajes, los cuales reflejan los niveles deseables de encaje para el mediano y largo plazo: 25% para los depósitos en cuenta corriente, tanto oficiales como privados, para los pasivos fiduciarios y para los depósitos judiciales; 10% para los depósitos de ahorro ordinario, para aquellos sobre los cuales se hayan emitido Certificados de Depósito de Ahorro a Término y aquellos depósitos respaldados con CDT, Certificados de Ahorro de Valor Constante o Cédulas Hipotecarias con plazos inferiores a 180 días; y, finalmente, 5% para los depósitos respaldados con CDT, Certificados de Ahorro de Valor Constante o Cédulas Hipotecarias con plazos iguales o superiores a seis meses.

De esta manera se reduce significativamente la dispersión existente en los encajes marginales, de entre 1% y 70% en la actualidad, a entre 5% y 25% desde el próximo día hábil. La nueva estructura refleja, aproximadamente, la variabilidad de los distintos tipos de depósitos y estimula las captaciones de más largo plazo. Finalmente, el tránsito a la estructura deseada de encajes promedio se hace de forma gradual, de manera que no cause traumatismos a ningún intermediario, ni a la situación monetaria global.

IV. EL DESARROLLO DEL SISTEMA FINANCIERO Y DEL MERCADO DE CAPITALES

Antes de terminar, y de dejar a ustedes el campo para que analicen con la calma y el detalle que requieren las implicaciones de la medida que acabo de describir, permítanme reiterar que ella no fue diseñada como una medida de carácter coyuntural, sino como una norma con implicaciones estructurales que contribuirá a crear condiciones más seguras para la operación bancaria, a la vez que más equitativas para la competencia y más eficientes para el conjunto del sistema financiero y para la economía como un todo. El principal beneficio de esta medida será, como lo expliqué atrás, el de reducir significativamente la volatilidad de la liquidez global, de las tasas de interés, de la tasa de cambio y de los

precios de las acciones, y por tanto, el de reducir los riesgos, tanto en el sector financiero y en el mercado bursátil, que hoy enfrentan los intermediarios, los ahorradores, las empresas productivas y los usuarios individuales del crédito. Ello permitirá una mayor eficiencia en el funcionamiento de estos mercados y estimulará el ahorro y su movilización eficiente hacia la inversión productiva y las necesidades básicas de los colombianos.

Estamos convencidos, además, de que, con el apoyo de ustedes, la medida contribuirá a reducir los niveles actuales de tasas de interés, los cuales, como mencionó ayer el presidente Samper, constituyen actualmente nuestra principal preocupación en el ámbito de la situación macroeconómica de corto plazo. Para ello, en cualquier caso, será necesario que el sector financiero colabore en el proceso de reducción del ritmo de crecimiento de la cartera, de tal forma que se reduzca la presión sobre los fondos de recursos disponibles que, en un entorno de política monetaria antiinflacionaria y ortodoxa, son necesariamente limitados.

Ya para terminar, deseo mencionar que es nuestro interés seguir trabajando en los próximos meses en la dirección de contribuir a una competencia más intensa en el sector financiero, sin nichos o sesgos artificiales creados por la regulación, tal como lo hemos venido haciendo en el pasado reciente, en el diseño de la reforma tributaria y de las normas sobre encajes.

En ese propósito, quisiera anunciar nuestra intención de avanzar en la reglamentación de la figura de bancos hipotecarios contemplada en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, de tal forma que las Corporaciones de Ahorro y Vivienda que estimen que es una opción estratégica deseable, conservando su carácter especializado en el financiamiento de vivienda y la construcción, puedan proceder a su conversión en ese tipo de bancos, como ha sido la intención manifiesta de muchas de ellas.

Estas medidas, en adición a las que hemos venido tomando en esta materia desde el año pasado, permitirán un desarrollo más dinámico y

estable del financiamiento para estos sectores, tan importantes en el contexto de la estrategia de empleo del actual gobierno.

Estoy seguro de que, con todo ello, y con el despliegue de su iniciativa empresarial y del manejo prudencial que debe caracterizar a los sectores que ustedes representan, tendremos un sistema financiero y un mercado de capitales cada vez más dinámicos, más competitivos, más eficientes y más estables, en una palabra, el sistema financiero y el mercado de capitales que necesita la Colombia del siglo XXI.

Muchas gracias.