

I
ARTÍCULO

LAS MULTILATERALES Y LA CRISIS ASIÁTICA (1997-2000): LA VISIÓN DESDE UN PAÍS USUARIO (COLOMBIA)

Por: Sergio Clavijo Vergara

El estallido de la crisis asiática en julio de 1997 generó un interesante debate acerca de su posible duración y su alcance geográfico. Inicialmente se pensó que dicha crisis estaría controlada antes de finalizar 1997, pues no se detectaban fallas estructurales en la economía regional. En efecto, el déficit fiscal de la mayoría de los países de la región asiática estaba bajo control y el déficit de la cuenta corriente, salvo en algunos casos, no lucía elevado (IMF, 1997; World Bank, 1997).

Sin embargo, hubo dos elementos que, en la coyuntura, no eran favorables. De una parte, existían rigideces en el frente cambiario, como en los casos de Corea e Indonesia, y el modelo exportador venía dando muestras de fatiga desde principios de la década, particularmente en el caso del Japón (Krugman, 1997). De otra parte, el conjunto del sistema financiero en esa región continuaba estando "reprimido" y exhibía, como ningún otro sector de la economía, peligrosas señales de

intervencionismo estatal (Krugman, 1998a; Clavijo, 1998a).

Como es sabido, dicha crisis no solo se profundizó en el sudeste asiático durante la primera mitad de 1998, sino que generó una fuerte oleada de contagio financiero en Rusia y Brasil a partir del mes de agosto de ese año. Esta crisis internacional tuvo negativas implicaciones en términos de crecimiento y de flujos de capital. Por ejemplo, la contracción en el producto real del sudeste asiático fue de -7,7% durante 1998, mientras que América Latina creció 2%; pero el "rebote" de la crisis sobre América Latina significó una contracción de -0,5% durante 1999, al tiempo que el sudeste asiático entró en la fase de recuperación al crecer 0,3% (World Bank, 1999a). En materia de flujos de capital, el ingreso neto de recursos cayó de US\$52,000 millones en 1997 a cerca de US\$30,000 millones en 1999, para el caso de los cinco países asiáticos en crisis (excluyendo Japón), mientras que los siete

principales países de América Latina experimentaron una caída de niveles de US\$107,000 millones a cerca de US\$67,000 millones en 1999.

Alrededor de las causas y canales de difusión de esta crisis se han tejido diversas hipótesis, siendo las principales: el agotamiento del "milagro" asiático, los problemas de "riesgo moral", la ocurrencia del "efecto manada" en un ambiente de pobres regulaciones financieras. El Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM), las principales entidades multilaterales, reaccionaron de diversas maneras, según la fase de la crisis (generación/contagio) o de su cambiante impacto regional (influjo/sequía financiera). Del clamor a los gobiernos del G-7 por recursos frescos para las recapitalizaciones del FMI-BM durante 1998, se pasó a la etapa de "amenazas" al sector privado tendiente a repartir mejor la carga de la crisis (el llamado "*bail-in*" del sector privado) durante 1999, lo que suscitó las negociaciones de los Bonos Brady (con serias consecuencias para el Ecuador). La gravedad de esta crisis se reflejó en las menores tasas de crecimiento de los mercados emergentes durante 1998-1999, en el deterioro de los "*spreads*" cobrados sobre sus deudas, lo cual llevó a plantear la necesidad de revisar las operaciones y tareas que tradicionalmente venían desempeñando las entidades multilaterales.

Colombia decidió acudir al FMI durante el segundo semestre de 1999, al evidenciarse que el respaldo de la banca priva-

da, a lo largo de 1998, no había resultado suficiente para lograr la ansiada recuperación económica. Fue claramente un "esquema financiero de última instancia", si se tiene en cuenta que Colombia no recibía recursos del FMI desde 1974. En efecto, durante el primer semestre de 1999 se acumularon diversos factores negativos: el agravamiento del conflicto interno, la crisis política de abril, el anuncio en junio de que Colombia estaría perdiendo su calificación de "riesgo de inversión" a manos de la Agencia Calificadora Moody's (lo cual se materializó en julio) y las dificultades en los procesos de privatizaciones. Tras una serie de conversaciones en el periodo abril-junio, en julio 15 se anunció que existían las bases de un acuerdo con el FMI que permitiría acceder a un programa de tres años. Durante el segundo semestre se perfeccionaron los arreglos técnicos, y en diciembre 27 de 1999 se aprobó el Acuerdo Extendido con el FMI para el periodo 1999-2002 (Ministerio de Hacienda-Banco de la República, 1999).

El objetivo de este documento es analizar, desde la óptica de un país usuario de los recursos de las multilaterales, el proceso de *exigencias a estos organismos* y las respuestas macroeconómicas que finalmente dieron el FMI-BM durante este periodo de crisis internacional (1997-2000). Destacaremos, adicionalmente, la magnitud relativa del apoyo financiero que recibió Colombia, incluido el efecto del llamado "Plan Colombia", y lo pondremos en el contexto de las ayudas recibidas por otros países asiáticos, Rusia y

Brasil. Por razones de espacio, no abordaremos los desafíos y el crucial papel que desempeñaron las entidades financieras regionales, como el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y la Corporación Andina de Fomento (CAF), las que lograron implementar exitosamente sus propios esquemas de "rápido desembolso", compensando así los retrasos en los programas de privatización y la falta de recursos provenientes de otras regiones.

En el capítulo I se discuten las diferentes hipótesis de generación y propagación de la crisis con el fin de entender el diagnóstico dado por el FMI-BM y las medidas propuestas. El capítulo II está dedicado al análisis del paquete de ayuda externa que recibió Colombia para los años 1999-2000 y su importancia respecto de otras ayudas recibidas por países asiáticos, Rusia y el Brasil. Como veremos, la combinación de recursos multilaterales y bilaterales (principalmente los del "Plan Colombia") representarán cerca del 5% del PIB en los años 1999-2000, con lo cual se tiene una ayuda relativa similar a la ofrecida a Brasil, aunque inferior a la del caso de México o Indonesia. En el capítulo III se aborda el tema de las dos grandes propuestas de "coyuntura" adelantadas por el FMI-BM durante 1998-1999, como respuesta a las peticiones de los países en crisis, a saber: "La Línea de Crédito Contingente" (*Contingency Credit Line*, CCL) y el "Marco Comprensivo de Desarrollo" (*Comprehensive Development Framework*, CDF).

Por último, en el capítulo IV se presenta lo que, a nuestro juicio constituye la verdadera herencia de la crisis: los esfuerzos por instituir una nueva arquitectura financiera internacional. Como veremos, allí se encuentran importantes lecciones para el manejo de crisis financieras, muchas de las cuales se fueron adoptando en Colombia a raíz de la Declaratoria de Emergencia Económica en noviembre de 1998, en la sanción del nuevo Estatuto Financiero en agosto de 1999 (Ley 510 de 1999) y en la aprobación de la Ley de Reestructuración Crediticia en diciembre de 1999 (la llamada Ley de Intervención Económica, Ley 550 de 1999). El común denominador a nivel mundial ha sido de rápido aprendizaje, de mucha imaginación para aplicar principios heterodoxos (propios de la crisis), pero, infortunadamente, de lenta recuperación de los sistemas financieros.

I. HIPÓTESIS SOBRE LOS ORÍGENES DE LA CRISIS ASIÁTICA EN JULIO DE 1997 Y SUS FUENTES DE PROPAGACIÓN EN 1998-1999

A. La crisis de México en 1994-1995

Dado que diversos analistas han encontrado factores comunes en el estallido y propagación de la crisis asiática en 1997-1998 respecto a lo ocurrido en México en 1994-1995, resulta indispensable analizar brevemente las explicaciones que se die-

ron en su momento sobre lo allí ocurrido hacia mediados de los años noventa. El siguiente paso consistirá en analizar las variantes que tomaron estos factores en el caso asiático y sus posibles nuevos elementos.

El FMI (1995, p. 90ss) ofreció tres tipos de hipótesis acerca de lo ocurrido en México en diciembre de 1994-enero de 1995, a saber:

1. La primera hipótesis estuvo relacionada con la existencia de "Choques Adversos". No hay la menor duda de que México experimentó eventos mayores a nivel *interno* durante 1994: en enero surgió el primer levantamiento en Chiapas, en marzo ocurrió el asesinato del candidato oficial del PRI, en agosto se anunció el triunfo del nuevo candidato del PRI y el establecimiento de un nuevo pacto social, pero en diciembre hubo un segundo levantamiento en Chiapas. Esta situación interna se vio agravada por el ciclo de recomposición de los portafolios internacionales en los mercados emergentes, tras la gran expansión de los años anteriores. Obviamente los mercados reaccionaron negativamente: durante el mes de abril de 1994 las reservas internacionales cayeron de US\$28,000 millones a cerca de US\$11,000 millones, la tasa de cambio se pegó al techo de la banda cambiaria (cuya amplitud era del 9% desde 1993), las tasas de interés en títulos de deuda en moneda local (Cetes) se multiplicaron por dos y se inició la rápida sustitución hacia

títulos denominados en dólares y de muy corto plazo (Tesobonos). A pesar del apoyo crediticio de US\$6,000 millones proveniente de sus socios del NAFTA, de las medidas de amplitud de la banda cambiaria al 15% y del elevamiento del piso de la banda, en diciembre de 1994 las reservas internacionales se acercaban a solo US\$10,000 millones. Ante esta situación, México optó por dejar flotar su tipo de cambio, el cual experimentó inmediatamente una depreciación del 40% frente al dólar.

2. La segunda hipótesis tiene que ver con la "insostenibilidad de su cuenta corriente externa". Tal vez una de las 'marcas de agua' de la crisis mexicana de 1994 radica en que sus abultados déficit externos (un promedio de 7% del PIB en los años 1992-1994) se defendieron repetidas veces bajo el argumento de que su origen estaba en la demanda por inversión privada y que no obedecía, como en el pasado, a desequilibrios de tipo fiscal. Inclusive, se mostraba como un elemento de fortaleza, en el presupuesto de 1995, el hecho de que parte de esta inversión privada se reflejaba nuevamente en un déficit externo programado del 8% del PIB. *La respuesta ex-post ha sido que la dinámica de la deuda externa así generada, o la volatilidad de la inversión extranjera directa, hacen insostenible dicho déficit externo, lo cual requiere de ajustes drásticos en la tasa de cambio real, tal como ocurrió en México en los años siguientes.*

3. La hipótesis de "errores de política monetaria". Ésta señala que se hubieran requerido tasas de interés reales superiores a las experimentadas durante el segundo semestre de 1994, pues el banco central buscó una convergencia entre las tasas de los Tesobonos y la de los títulos del Tesoro Norteamericano. Sin embargo, haber perseguido esta alternativa implicaba estar en capacidad de apretar aun más las cuentas fiscales, las cuales habían mostrado un saludable superávit primario cercano al 4% del PIB durante el primer semestre de 1994 (similar al de 1993) o, en su defecto, haber ajustado con suficiente anterioridad el tipo de cambio.

Lo interesante de este breve repaso de lo ocurrido en México en los años 1994-1995 es que algunas de estas hipótesis volvieron a esgrimirse en el caso de la crisis asiática dos años más tarde, aunque con variantes. *Uno de los debates más álgidos tuvo que ver (nuevamente) con el régimen cambiario y su relación con la política monetaria. Durante los años 1998-1999, este debate se zanjó (en la práctica) a favor de los regímenes de flotación, como lo ilustran los casos de abandono de las bandas cambiarias en Brasil, Chile, Colombia y Ecuador (aunque en este último caso se viró hacia los intentos de dolarización).* Como veremos, se han creado sistemas cambiarios polares, el de flotación (liderado por el FMI-BM), y el de fijación (liderado por importantes académicos y practicado por Argentina y Ecuador, entre otros).

Pero tal vez la variante más importante respecto de la crisis de México ha tenido que ver con *la fragilidad del sistema financiero* como elemento propagador de la crisis. Este tópico no recibió mayor análisis a mediados de los años noventa, pero se ha tornado en el más duradero, inclusive en el caso de México con su conocido legado en FOBAPROA, y en el de mayor injerencia para la reestructuración de las multilaterales post-crisis asiática. Un análisis comparativo con las hipótesis que se manejaron en el caso de la crisis asiática permitirá poner de relieve estos elementos de contraste.

B. La crisis asiática y las hipótesis sobre origen y expansión

Como lo mencionamos, al inicio de la crisis asiática se esperaba que esta sería superada en los primeros meses de 1998, pues la verdad es que países como Tailandia o Corea no mostraban graves desbalances fiscales o externos y se creía que el potencial problema de contagio sobre la región podría ser contrarrestado por Japón. Durante el primer semestre de 1998 se evidenció que se estaban generando nuevas formas de difusión de la crisis asiática. Primero, a través de efectos dominó, vía el mayor intercambio comercial que se había generando como resultado de una verdadera globalización económica durante los años 1990. Por ejemplo, Chile mostraba una exposición geográfica frente al sudeste asiático que comprometía cerca de un tercio de sus ingresos comerciales, lo que habría de

tener un negativo impacto sobre su balanza externa (incrementando su déficit a niveles del 6% del PIB en años recientes, frente al 3% en la última década) y sobre su crecimiento económico (reduciéndolo a tasas cercanas al 2% anual, frente al 7% que promediaba en la última década).

El segundo canal de difusión que se identificó provenía de la fragilidad financiera, particularmente en países como Japón, Corea e Indonesia. Esto hacía que la cultura de los conglomerados económicos prevaleciera frente a los criterios microeconómicos de los diferentes proyectos. Así, la asignación de recursos y la identificación de sectores y proyectos piloto continuó siendo interferida por los gobiernos a través de su incidencia sobre el sistema bancario y, en muchos casos, se identificaron graves añillos de corrupción.

Es en este contexto de rápidos desenvolvimientos de la economía mundial y de "sorpresas" históricas acerca de las limitaciones del "milagro asiático" que las entidades multilaterales se vieron forzadas a pensar en "nuevas arquitecturas" en los frentes financieros, comerciales y de fortificación de los regímenes cambiarios.

Siguiendo los interesantes estudios de Krugman (1997, 1998a,b, 1999), Sachs (1998), Radelet y Sachs (1998, 1999) y Fischer (1998, 1999a,b), es posible agrupar bajo cuatro grandes temas las explicaciones sobre el origen y expansión de la crisis que estalló en el sudeste asiático en julio de 1997, a saber:

1. *Agotamiento del milagro asiático*; esta hipótesis tiene al menos dos facetas. La primera tuvo que ver con la declinación en la productividad multifactorial del Japón y de los llamados 'Tigres Asiáticos' durante los años ochenta y la primera mitad de los noventa, después de haber experimentado incrementos hasta del 5% anual en dicha productividad (Ito, 1996). El segundo aspecto se refiere a la falta de apertura y de buena regulación en el sistema financiero asiático cuando se dio el "auge de activos financieros e inmobiliarios" (Clavijo, 1998a). Sin embargo, aunque estas fallas estructurales llevaban cerca de una década, lo difícil de conciliar bajo esta hipótesis es su repentino estallido en 1997 y, más aún, la recuperación de estas economías a partir de 1999, aún sin haber solucionado estos problemas estructurales, especialmente en los casos de Tailandia y Japón.
2. *Falta de democracia*. Los sucesos en Corea e Indonesia pusieron de presente la falta de democracia y los nichos de corrupción existentes en las contrataciones oficiales y en el sistema financiero, donde el gobierno tenía una gran incidencia. La falta de "balances y contrapesos" en dichas sociedades llegó a interpretarse como un elemento estructural de las fallas del llamado "capitalismo asiático". Indudablemente este fue un elemento común en muchos de los países donde se originó la crisis, incluido Japón, pero difícilmen-

te se puede extrapolar de allí que este fue el origen del "gatillazo" asiático en 1997. Su papel preponderante probablemente estuvo en la expansión misma de la crisis, tal como había ocurrido en México años atrás, alrededor de la pugna por el poder en el interior del PRI.

3. *Riesgo moral.* En los procesos de salvamento de estas economías, se ha argumentado que se presentó el problema de haber dado señales de inconsistencia sobre quienes saldrían airosos o quebrados de las crisis. Por ejemplo, en el caso de México se puso a su disposición cerca de US\$48,000 millones durante 1995, sin mayores exigencias en materia de reformas estructurales por parte de las multilaterales (Radelet y Sachs, 1999, pp. 10-14). El supuesto implícito es que se trataba de una crisis de liquidez (no de solvencia), pues durante las crisis de 1982-1986 se habían adoptado los correctivos estructurales más necesarios (Loser y Kalter, 1992). Algo similar se concluyó un año más tarde con la crisis bancaria de Argentina, donde se adujo problemas de contagio financiero. *Allí apareció el embrión del problema de "riesgo moral" que se estaba generando al usar los dineros de las multilaterales para darle una salida a los volátiles recursos que el sector privado había estado proveyendo desde principios de esta década.* En agosto de 1998, este esquema hizo 'catarsis' al exponer los flujos de capital de Rusia a esta nueva prueba, donde la salida fue diferente: rees-

tructuración de la deuda y claro incumplimiento en la porción de la deuda de corto plazo denominada en rublos, conocida como los GKO's (World Bank, 1999, p. 92). Es importante resaltar entonces que las lecciones de México-Argentina, 1994-1995, en el sentido de hacer una "bail-out" al sector privado, se han traducido en un cambio de actitud por parte de las multilaterales al adoptar políticas que ahora conducen a restringir sus dineros para usos de "última instancia" (Fischer, 1999a; Summers, 1999b) y buscar un "bail-in" del sector privado, como el que se trató de inducir a través de los bonos Brady con Ecuador, sin mayor éxito.

4. *Pánico y efectos manada.* Aunque la existencia de estos elementos son los más básicos que ha reconocido la literatura económica en la ocurrencia de las crisis financieras (Kindelberger, 1978; Mishkin, 1982), la crisis asiática ha permitido elaborar diversas teorías sobre esta secuencia de Pánico-Efecto Manada-Contagio. En nuestra opinión, cabe resaltar tres aspectos novedosos derivados de esta crisis. El primero tiene que ver con el papel de los regímenes cambiarios. Como lo mencionamos, el resultado ha sido generar arreglos cambiarios extremos (flotación o fijación), pues claramente los sentimientos de contagio han operado en contra de los sistemas de bandas reptantes, casi que independientemente de sus posibilidades de aguante (Summers, 1999b). El segundo elemento se refiere a la estructura de los flujos de capi-

tal y su relación con las reservas internacionales disponibles. Inicialmente se enfatizó que el indicador Reservas Internacionales/M2 sería determinante para averiguar la "sostenibilidad" del régimen cambiario, pero rápidamente este indicador cayó en desuso debido a que la forma de tenencia de M2 juega un papel fundamental en su posibilidad o no de "reclamar" reservas internacionales. Este indicador ha sido sustituido por la relación deuda externa de corto plazo/reservas internacionales, pues muestra más claramente la presión que ejercen las obligaciones más inmediatas. (Más adelante profundizaremos sobre este tema para el caso colombiano). Por último, se ha enfatizado que el contagio ocurre precisamente en sistemas financieros frágiles, mal provisionados y con regulaciones laxas. Este es tal vez el elemento más importante desde el punto de vista prospectivo y sobre el cual se ha venido trabajando arduamente en el marco de un Nuevo Acuerdo Internacional de Basilea y a nivel local, con gran relevancia para los programas de FOBAPROA/IPAB, en México, o para Fogafin en Colombia.

El análisis anterior permite concluir que todos estos factores jugaron un papel importante en la gestación de la crisis (especialmente los tres primeros antes referidos), mientras que este último elemento de "efectos manada", en un ambiente de debilidad bancaria, permitió la expansión y contagio de la misma a otros países y regiones. Como veremos

en las próximas secciones, el FMI-BM fueron puestos a prueba en términos de apoyos específicos y en el rediseño de sus líneas, mientras que el mundo financiero como un todo ha tenido que repensar sus sistemas regulatorios y de seguimiento bancario.

II. LOS PAQUETES DE APOYO FINANCIERO: EL CASO DE COLOMBIA, 1999-2000

A. El papel de las agencias privadas calificadoras de riesgo

Inicialmente, las agencias calificadoras de riesgo también fueron víctimas del efecto manada e iniciaron febriles tareas de revisión de calificaciones a la baja en todos los países del sudeste asiático. Tanto las deudas soberanas como el estatus de los bancos fueron duramente castigados, especialmente los del Japón, durante el segundo semestre de 1997 y el primero de 1998 (Ferri et al., 1999).

Sin embargo, cuando la crisis se expandió hacia América Latina en septiembre de 1998, las agencias hicieron algunos esfuerzos por "discriminar" entre países, evitando el efecto "región". Para ello, intentaron distinguir entre aquellos países que estaban sujetos al "riesgo de contagio" (como Chile) de aquellos que eran fuentes directas de desajustes fiscales y cambiarios (como Brasil). A estos últimos se les bajaron sus calificaciones de riesgo (en algunas ocasiones hasta en dos grados) y el tema del riesgo de contagio se

manifestó a través de la evaluación de sus perspectivas en el corto plazo: durante esa época ningún país que lograra mantener su calificación recibió un "outlook" favorable, todos fueron sancionados con pronósticos neutros o negativos (Moody's, 1999).

El caso de Colombia fue particularmente traumático, pues en julio de 1998 (terminando el Gobierno de Samper) a la administración Pastrana le fue anunciado, por parte de la Agencia Calificadora Moody's, que su calificación de riesgo de inversión (obtenida en 1995, tras el arduo trabajo emprendido desde 1993) se estaría revisando prontamente. Se le advirtió que se requerirían claros correctivos fiscales en el corto y mediano plazo, así como un giro en materia cambiaria, para poder aspirar a mantener dicha calificación de "riesgo de inversión" (Baa3, en la nomenclatura Moody's, por debajo de la cual se desciende al nivel de "riesgo especulativo"). Mayores detalles en Clavijo (1999).

En septiembre de 1998, las cabezas de los equipos económicos de las nueve principales economías de América Latina fueron llamadas de emergencia por el FMI-BM con el fin de analizar la estrategia regional más adecuada para enfrentar la turbulencia generada por la crisis de Rusia de agosto, recién ocurrida, y sugerir líneas de acción a las multilaterales. Colombia acababa de ajustar al alza su sistema de bandas cambiarias, lo cual fue positivamente evaluado por el mercado, en esa coyuntura. Por contraste, a México y Brasil les fue anunciado, de manera

coincidental durante ese foro, que habían sido degradados en sus calificaciones por parte de las agencias privadas y que Argentina y Ecuador probablemente recibirían el mismo trato en el futuro cercano.

Los correctivos tomados en agosto-septiembre de 1998, tanto en el frente fiscal como en el cambiario, permitieron que Moody's ratificara en diciembre de 1998 el grado de inversión de Colombia, pero le mantuvo un "outlook" negativo. Aunque esto representó, en el corto plazo, un voto de confianza por parte de "Wall Street", ello indicaba que el país continuaría siendo escrutado de manera rigurosa y que cualquier desvío del programa señalado resultaría en una reducción de la calificación y pérdida del grado de "inversión" (en el caso de Moody's) o de quedar al borde de ello (en los casos de Standard & Poors o de Duff & Phelps).

En enero de 1999 Brasil abandonó traumáticamente su sistema de bandas cambiarias y adoptó uno de flotación, generando mayor incertidumbre sobre los riesgos de contagio de economías vecinas, principalmente en Argentina. Las complicaciones presupuestales en Colombia y la caída de los recaudos, agravadas por la ocurrencia del terremoto en enero de 1999, dieron como resultado un nuevo escrutinio por parte de Moody's, anunciado en mayo de 1999. Las dificultades del régimen cambiario de bandas, su nuevo desplazamiento en junio de 1999 y los problemas de orden público fueron factores negativos que afectaron la percepción que tenía "Wall Street", lo cual dio

como resultado la pérdida del grado de "inversión" para Colombia a mediados del mes de agosto de 1999 (al verse reducida en dos grados la calificación por parte de Moody's).

Aunque la rebaja de calificación fue un duro golpe para el estatus financiero internacional de Colombia (con repercusiones en cadena sobre la calificación de entidades como Bancoldex o la ciudad de Bogotá), la degradación fue mucho menor que la experimentada por la mayoría de los países asiáticos. En efecto, a lo largo del año 1997, Indonesia y Corea recibieron bajas hasta de seis grados, Tailandia descendió cinco grados, Malasia cayó en cuatro escalas, aunque se mantuvo en el borde del grado de inversión (véase Ferri et al., 1999, p. 337). Más aun, habiendo perdido el grado de inversión, lo que resultó clave para Colombia fue haber estabilizado el "outlook", lo cual no ocurría desde hacía mucho tiempo, para lo que resultó vital el anuncio de conversaciones con el FMI desde julio de 1999.

Frente a este revés con las agencias calificadoras, era claro que no quedaba alternativa diferente a la de trabajar durante el segundo semestre de 1999 en la obtención de un programa de mediano plazo con el FMI, lo cual se vino a concretar en diciembre de ese año, bajo condiciones ampliamente favorables para el país (Ministerio de Hacienda-Banco de la República, 1999). A continuación se analiza la configuración del paquete de ayuda así obtenido y se dimensiona su importancia relativa.

B. La crisis mundial y los paquetes de apoyo financiero

Uno de los hechos más importantes en materia de financiamiento externo durante la primera mitad de los años 90 había sido el papel preponderante que venían desempeñando los flujos de capital privado. La oleada de reformas estructurales adoptadas en América Latina y en Europa Oriental (especialmente desde la caída del muro de Berlín en 1989) habían permitido el afianzamiento de un "club de mercados emergentes". Incluso las tradicionales labores de monitoría de las entidades multilaterales se habían desplazado también hacia las agencias calificadoras de riesgo, siendo las más importantes Moody's, Standard & Poors y Fitch-IBCA.

Sin embargo, el estallido de la crisis en México en 1994-1995 y en Asia en 1997 puso en evidencia la volatilidad de estos capitales privados y el negativo impacto que esto puede tener sobre el crecimiento y la estabilidad de los mercados emergentes. Las entidades multilaterales (FMI-BM) tuvieron que reaccionar pronto y poner a disposición de estas economías considerables sumas de dinero para enfrentar los problemas de liquidez, en unos casos, y de solvencia, en otros (IMF, 1999d, Cap. III).

Para adelantar esta tarea debieron recurrir al mayor grado de apalancamiento de recursos en la historia de estas instituciones. Claramente el capital de las multilaterales había dejado de tener relación con el ta-

maño de los flujos internacionales y, de hecho, fue necesario solicitarle a los socios mayoritarios del G-7 disponer la aprobación en sus Congresos de rápidas recapitalizaciones para el FMI-BM. Resultó particularmente traumática la aprobación en el Congreso de los Estados Unidos de una partida adicional de US\$17,000 millones para el FMI, pues allí el Congreso ha tenido, de tiempo atrás, la idea de condicionar estas capitalizaciones a la implementación de reformas sustanciales a la forma de operar de las entidades multilaterales.

Fue en este contexto que México tuvo que adelantar, durante 1994-1995, rápidas gestiones para obtener los recursos necesarios para enfrentar la crisis de liquidez. Esta crisis generó efectos de contagio sobre Argentina a lo largo de 1995, lo que también requirió el apoyo de las multilaterales. Como vimos, tan solo dos años después, el FMI-BM fueron puestos a prueba una vez más, con requerimientos de recursos por parte de cinco países del sudeste asiático, Rusia y Brasil (IME, 1999e, Cap. II).

Con el fin de poner en perspectiva internacional la magnitud (absoluta y relativa) de los apoyos recibidos por Colombia, tanto de las multilaterales como los apoyos bilaterales, en el Cuadro 1 se comparan *los apoyos ofrecidos* a los diferentes países durante las crisis recientes. Allí cabe resaltar, por su magnitud, los siguientes casos:

- México (1995), el cual totalizó US\$48,000 millones (12,3% de su PIB) en ofrecimientos de apoyo, donde cerca de la mitad provino de una línea especial del Tesoro Norteamericano (la cual fue posteriormente cerrada por el Congreso de dicho país).
- Indonesia (1997-1998), que recibió ofertas de apoyo por US\$47,000 millones (22,7% de su PIB), donde el apoyo bilateral también superó el 50% del total.

En ambos casos hubo problemas de orden público de relevancia internacional ("Chiapas" y "El Yakartazo", respectivamente) y elementos de contagio-financiero, lo cual explica la generosidad en los paquetes complementarios bilaterales. En los casos más recientes de Rusia y Brasil, si bien sorprendió la prontitud y la laxa condicionalidad impuesta por el FMI, cabe señalar que la magnitud relativa de los paquetes de apoyo fue mucho menor (cercana al 5% de sus respectivos PIB). En estos casos también se guardó la regla de oro de mantener una "carga relativa" (*burden sharing*) cercana al 50% para los apoyos de tipo bilateral.

En enero del año 2000, el Gobierno de Colombia recibió una oferta de recursos por un valor cercano a los US\$1,300 millones por parte del Gobierno de los Estados Unidos, la cual fue incluida en el presupuesto presentado al Congreso

Cuadro 1
Comparación de planes de apoyo financiero internacional 1/
 (Recursos ofrecidos, miles de millones de dólares)

Períodos / País	FMI	Banca multilateral	Apoyo bilateral	Gran total	
				Dólares	Porcentaje del PIB 2/
1995					
México	17,7	11,1	20,0	48,8	12,5
1997 - 1998					
Indonesia	11,2	10,0	26,1	47,3	22,7
Corea	20,9	14,0	23,3	58,2	13,3
Tailandia	4,0	2,7	10,5	17,2	11,5
Rusia	11,2	1,5	9,9	22,6	4,7
Brasil	18,1	9,0	14,5	41,6	5,2
1999-2000					
Colombia					
(Esc. Base)	1,8	1,4	0,5 3/	3,7	4,0 3/
(Con Plan Colombia)	1,8	1,4	1,5 4/	4,6	5,1 4/

1/ Excluye recursos de apoyo tradicional, tipo "Pipeline" o similares.

2/ Corresponde al valor del PIB de 1997, Banco Mundial (1999 a) p.103.

3/ Excluye recursos del "Plan Colombia".

4/ Incluye primer desembolso del "Plan Colombia" por US\$950 millones.

Fuente: FMI (1999), Banco Mundial (1999a) y cálculos propios.

norteamericano en febrero de este año. De esta manera, se entró en la etapa final que buscaba concretar los desembolsos de recursos para el llamado "Plan Colombia".

Dichos recursos vienen a complementar el apoyo del FMI por un valor de US\$2,700 millones (equivalentes a 1,900 millones de DEG) a tres años; o sea, cerca US\$1,800 millones en los dos años 1999-2000. Adicionalmente, el Banco Mundial aprobó US\$500 millones de apoyo adicional (diferente al del "pipeline"), condicionado a adelantar reformas en el sistema finan-

ciero, mientras que el BID aprobó un crédito de rápido desembolso por US\$550 millones, condicionado a la implementación de reformas estructurales fiscales, y otro por US\$300 millones, como complemento a las reformas al sistema financiero.

A la fecha, Colombia tiene asegurada una ayuda bilateral norteamericana por US\$200 millones para el año en curso. Si se adicionan los cerca de US\$300 millones recibidos durante 1999, se totalizan US\$500 millones de ayuda bilateral (excluyendo la relativa al FOREC). Como se

observa en el Cuadro 1, bajo un escenario (pasivo) el total de apoyo especial (diferente al de créditos ordinarios) habría sido de US\$3,700 millones (equivalente al 4% del PIB), cifra inferior al 5% del PIB recibido por Rusia o Brasil y mucho menor que el 12-23% del PIB recibido por México o Indonesia.

Sin embargo, si el Congreso norteamericano aprueba un primer desembolso dentro del "Plan Colombia" por un equivalente a US\$950 millones, entonces el total de apoyos se elevaría a 5,1% del PIB, lo cual dejaría a Colombia en una situación similar al apoyo recibido por Brasil en los años 1997-1998. Esto quiere decir que, aun sin consideraciones al conflicto interno de Colombia, el apoyo relativo de las agencias multilaterales y del gobierno norteamericano (en el escenario optimista) ha resultado apenas equiparable al recibido por Rusia o Brasil.

Si se utiliza un argumento que vaya más allá de las consideraciones de tamaño de la economía, se pueden fácilmente encontrar múltiples razones geopolíticas para buscar refuerzos al apoyo financiero internacional, por ejemplo, alrededor del tema de la consolidación de la paz en Colombia y/o de la superación de su crisis financiera. En el Cuadro 2 presentamos un enfoque alternativo al del tamaño del PIB, focalizado en los costos de la crisis financiera. Allí se destaca cómo en México dicho costo representaba, al finalizar 1999, cerca de 19% del PIB y la calidad de la cartera, casi cinco años después del estallido de la crisis, aún mostraba indi-

ces de vencimiento del 12%. Tomando el dato de apoyos financieros internacionales ofrecidos a México por el equivalente al 12,5% de su PIB (tomado del Cuadro 1), se llega a la conclusión que dicho país contó con apoyos que representan el 67% del costo (esperado) de su crisis financiera (véase última columna del Cuadro 2).

Los casos del sudeste asiático (Indonesia, Corea y Tailandia) muestran cierta dispersión, con vencimientos de cartera entre 50% y 75% y con paquetes de ayuda en el rango 57%-110%, respecto de la magnitud de sus crisis financieras. Por contraste, en Brasil el deterioro de cartera fue mucho menor (vencimientos del 10%), pero el apoyo internacional sólo representó cerca de una tercera parte respecto del costo de la crisis financiera.

En el caso de Colombia, ya vimos que el paquete básico (sin Plan Colombia) equivalía al 4% del PIB. Suponiendo que la magnitud de la crisis financiera se mantiene a niveles del 6% del PIB y que el deterioro de la cartera (incluyendo los bienes recibidos en pago y los recursos afectados por el saneamiento de Fogafin) no supera el 18% de total, se tendría que el apoyo internacional cubriría cerca del 67% del costo de la crisis financiera (similar a lo ocurrido en México).

Al incluir el primer desembolso del Plan Colombia (por US\$950 millones), tenemos que el apoyo internacional equivaldría a 5,1% del PIB, o sea, el 84% del costo estimado de la crisis financiera. Aunque estos recursos del Plan Colombia, así

Cuadro 2
Magnitud de la crisis financiera y apoyo internacional

(Miles de millones de dólares y porcentajes)

Periodo / País	Cartera inactiva 1/ Total	Costo de la crisis		Apoyo internacional		Relación apoyo / costo (b) / (a) %
		Dólares	% del PIB 2/ (a)	Dólares	% del PIB 2/ (b)	
1995						
México	12,0	72,2	18,5	48,8	12,5	67,6
1997- 1998						
Indonesia	75,0	81,4	39,0	47,3	22,7	58,1
Corea	50,0	101,9	23,3	58,2	13,3	57,1
Tailandia	55,0	15,7	10,5	17,2	11,5	109,8
Rusia	n.d.	n.d.	n.d.	22,6	4,7	n.d.
Brasil	10,0	116,3	14,5	41,6	5,2	35,8
1999-2000						
Colombia						
(Esc. Base)	18,0	5,5	6,0	3,7	4,0	3/ 66,9 3/
(Con Plan Colombia)	18,0	5,5	6,0	4,6	5,1	4/ 84,3 4/

1/ Se refiere al concepto amplio de "non-performing loans".

2/ Corresponde al valor del PIB de 1997. Banco Mundial (1999a) p. 103.

3/ Excluye recursos del "Plan Colombia".

4/ Incluye primer desembolso del "Plan Colombia" por US\$950 millones.

Fuente: FMI (1999), Banco Mundial (1999 a, b) y cálculos propios.

como muchos de los provenientes de las multilaterales, tienen como destino sectores diferentes al sector financiero, este tipo de comparaciones permite dimensionar la importancia del apoyo internacional, partiendo del supuesto de que el dinero es "fungible" (es decir, que apoyos en ciertos sectores liberan recursos para atender las necesidades en otros sectores). Esta fungibilidad de los recursos es un hecho característico de los mercados emergentes en épocas recientes (Bosworth y Collins, 1999, p. 163).

En síntesis, observamos que el apoyo internacional que recibiría Colombia en los años 1999-2000 es de magnitudes similares al recibido por Brasil o Rusia en los años 1997-1999 (cerca del 5% del PIB), aunque inferior al apoyo otorgado al sudeste asiático (11%-22% del PIB) o a México en 1995 (12% del PIB). Sin embargo, cuando se dimensionan estos apoyos en función de la magnitud de las crisis financieras internas, se encuentra que en el caso de Brasil equivalía al 35% del costo de su crisis, mientras que en los casos de

Colombia (escenario base) y México equivaldría al 67% de dicho costo. No obstante, es igualmente válido aducir que en ciertos casos las necesidades de apoyo internacional (crediticio o de recursos no reembolsables) deberían ser mayores si se tiene en cuenta, por ejemplo, las dificultades de orden público y las necesidades de gasto social (como han sido los casos de México, Indonesia y Colombia).

C. Perspectivas de México y Colombia: camino a la “re-certificación económica”

Tal vez el mejor ejemplo de vulnerabilidad y rápida recuperación entre los mercados emergentes lo constituye México. A sus períodos de crisis (1982-1984 y 1994-1995) le han sucedido fases de recuperación, aunque de duración no muy prolongada (1987-1992 y 1996-2000). La diferencia en esta ocasión proviene de su viraje hacia una verdadera globalización de sus mercados, especialmente los relacionados con la “maquila” y los servicios bancarios, apoyados en su tratado de libre comercio con Norteamérica (NAFTA). Gracias al rápido crecimiento económico de México, superior al 4% en cada año desde 1996 en adelante, las agencias privadas ya han reaccionado favorablemente al mejorar su calificación, otorgándole recientemente el preciado nivel de “riesgo de inversión”. En efecto, en 1998 Moody’s la había reducido en dos grados a “Ba2” y en marzo del 2000 decidió elevarla a la escala inferior del “grado de inversión” (“Baa3”).

Por contraste, cabe entonces preguntarse cuánto tiempo y qué tipo de acciones debería estar emprendiendo Colombia para poder aspirar a recuperar su grado de inversión en los próximos años. El Cuadro 3 presenta una comparación entre los principales indicadores de México y Colombia. En primer lugar, nótese que México había logrado mejorar su calificación al elevarla a “Ba1” durante 1999. Gracias a esta mejoría, en muchos portafolios de inversión México ha pasado a ser el mayor oferente de títulos en esa categoría y uno de los cinco mercados emergentes más atractivos del mundo.

En el Cuadro 4 se observa que México representó cerca del 18% del portafolio de inversiones de Lehman Brothers en 1999, prácticamente a la par con Brasil y Argentina, donde América Latina, como un todo, pesaba cerca de un tercio y Asia tan sólo el 18%. Si bien el rendimiento promedio de México fue bajo (15% anual en dólares), las perspectivas para superar el promedio de la región (19%) durante el presente año son bastante altas, dado el comportamiento de su economía y el apetito que ya se está registrando por sus títulos soberanos.

La posición de Colombia a este respecto es bien diferente, pues tradicionalmente el país no ha sido muy activo en sus emisiones soberanas y esto le había creado problemas de liquidez debido a su bajo monto por emisión. En el mismo Cuadro 4 se observa que en dicho portafolio de inversiones la participación de Colombia

Cuadro 3
Principales indicadores de México y Colombia en 1999

Calificación (Moody's)	México Ba1 (A un nivel de "inversión")	Colombia Ba2 (A dos niveles de "inversión")
Exportaciones / PIB	33,0 %	18,0 %
Crecimiento PIB (1996-2000)	4,5 %	0,7 %
Costo crisis financiera / PIB	19,0 %	6,0 %
Res. Intern. / Importac. Bs & Ss.	2,8 meses	5,8 meses
Res. Intern. / Deuda corto plazo	116,0 %	180,0 %

Fuente: Lehman Brothers (2000a) y cálculos propios.

Cuadro 4
Mercados emergentes
Desempeño e importancia relativa en 1999
(Porcentajes)

	Ponderación en el índice de portafolio	Rendimiento	Calificación de Moody's
América Latina	67,7	18,8	-
Brasil	18,0	37,3	B2
México	19,1	14,7	Ba2
Argentina	19,2	12,1	Ba3
Venezuela	5,2	22,2	B2
Colombia	1,6	9,4	Ba2
Otros	4,6	-	-
Asia	17,7	17,8	-
Europa	8,4	86,0	-
Oriente Medio	2,8	16,6	-
África	3,4	16,6	-
Total	100,0	23,1	-

Fuente: Elaborado con base en Lehman Brothers (2000) y Moody's.

ha sido baja (1,6%), inclusive por debajo de la de Venezuela (5,2%) y su rentabilidad durante 1999 (9,4%) fue tan sólo la mitad de la observada en la región. Adicionalmente, la coyuntura que se enfrenta desde 1999 no es favorable debido a la baja calificación de su deuda soberana (Ba2, dos niveles por debajo del "grado de inversión").

Esta baja calificación de Colombia es el reflejo de al menos tres preocupaciones estructurales, a saber:

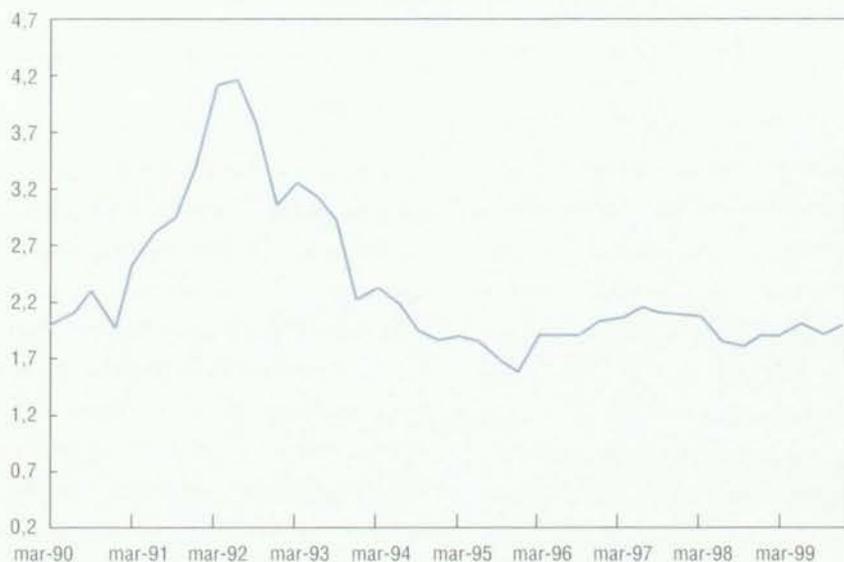
1. La primera, se refiere a las dificultades que ha enfrentado el país en su proceso de apertura comercial, el cual aún no se ha traducido en un éxito exportador. Por ejemplo, la relación Exportaciones/Producto se ha mantenido en niveles bajos y actualmente es tan sólo del 15%-18%, frente al 33% que se observa en México (véase Cuadro 4).
2. La segunda fuente de preocupación ha sido su bajo crecimiento real, el cual sólo promediara 0,7% por año en el período 1996-2000, bajo el supuesto de un crecimiento del 3% en este año, y
3. La tercera fuente de incertidumbre se refiere al ajuste fiscal, incluyendo allí el costo derivado del manejo de la crisis financiera. En el Cuadro 4 se observa que en este último frente el costo estimado es relativamente moderado (6% del PIB), si se le compara con el que viene enfrentando México (19% del PIB) desde 1995 a través de sus

agencias FOBAPROA/IPAB, donde esta última se ha visto forzada a manejar bienes recibidos en dación en pago por un valor cercano a los US\$90,000 millones.

Colombia, sin embargo, tiene a su favor indicadores de solvencia externa favorables. No solo su nivel de deuda externa total se ubica por debajo del 35% del PIB (frente al 46% del PIB de México), sino que su liquidez externa es significativa. Por ejemplo, en el Cuadro 4 se puede constatar que las reservas internacionales netas representan casi seis meses de importaciones de bienes y servicios, mientras en México se ubican por debajo de la cota mínima de tres meses. Más aún, la relación reservas internacionales/deuda de corto plazo en el caso de Colombia es del 180% (cercano al 200% de la región), mientras en México es casi la mitad (116%).

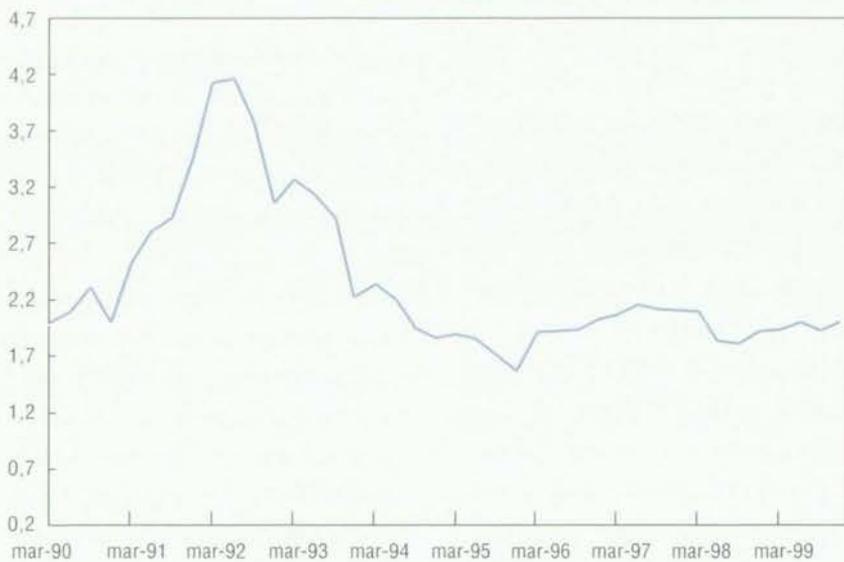
Como se observa en el Gráfico 1, esta aceptable relación entre reservas internacionales netas/deuda de corto plazo se ha mantenido por encima del 170% a lo largo de toda la década, salvo por un corto período hacia finales de 1995. Durante el período de acumulación de reservas de principios de los años 90 dicha relación alcanzó a ser de 4 a 1. De forma similar, en el Gráfico 2 se puede constatar que el indicador más tradicional (Reservas internacionales/M2) se ha mantenido estable alrededor del 30% desde 1995 en adelante, aunque en la primera parte de la década dicha relación se ubicó en el rango 50%-60% (como es sabido, esta relación no es de fácil interpretación, ya que su riesgo depende más

Gráfico 1
Colombia, (Reservas internacionales / Deuda externa corto plazo)
 (1990-1999)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 2
Colombia, (Reservas internacionales / M2)
 (1990-1999)



Fuente: Banco de la República.

de la composición del M2 que de su nivel y de allí que haya caído en desuso).

Gracias a estos buenos indicadores, Colombia no ha requerido solicitar el desembolso de los recursos del FMI en sus primeros tramos (diciembre, 1999 y febrero de 2000) y ha continuado teniendo acceso favorable a los mercados privados de deuda, con un comportamiento favorable en sus "spreads" sobre los títulos del Tesoro Norteamericano. De hecho, el pre-fondeo del año 2000 por US\$500 millones se colocó a una tasa de 9,75% en diciembre de 1999 y en febrero-marzo se colocaron otros US\$750 millones a 12%, tasas similares a las obtenidas por Brasil o Argentina, pero significativamente superiores a las de México.

Hacia el futuro, es claro que Colombia podría replicar el buen ejemplo de México en materia de rápida recuperación, si se adoptan los ajustes estructurales que ha venido proponiendo el Ejecutivo al Congreso, principalmente en lo relativo a la moderación y buen uso de las transferencias territoriales, así como en la ampliación de la base tributaria y su consecuente reducción en las tasas marginales de gravamen. Este proceso se vería claramente apuntalado si el reciente llamado de Colombia para ser aceptado en el NAFTA es seguido de un estudio serio por parte sus socios, lo cual obviamente tomará varios años en aprobarse y en llevarse a la práctica.

III. LA REACCIÓN DE LAS MULTILATERALES A NIVEL INSTITUCIONAL ANTE LA CRISIS

A. Solicitudes de reformas organizativas

Frente a las dificultades de financiamiento que trajo la crisis asiática para las economías emergentes, las propias juntas directivas de las multilaterales (ejercidas por los representantes y gobernadores de los países miembros) han planteado una agenda de reformas a sus programas (1998-2000). La idea fundamental es disminuir los riesgos de contagio que necesariamente surgen en economías ampliamente interconectadas a través de bloques de comercio (NAFTA, Mercosur, Pacto Andino, la zona del euro y la del Pacífico oriental), en presencia de altas volatilidades en los flujos de capital. Véase IMF (1999e, cap. III) y Fischer (1999b).

Frente a la necesidad de repensar el llamado "Consenso de Washington", diferentes analistas externos a las multilaterales habían venido sugiriendo tomar por lo menos tres líneas de acción (Sachs, 1997):

1. Recomponer los grupos decisorios de estos organismos a nivel internacional, de tal manera que los países en vías de desarrollo fueran escuchados más atentamente a la hora de diseñar las políticas. En particular, se sugirió crear un ámbito en el cual el tradicional Grupo de siete países más avanzados

-
- (G-7) intercambiara opiniones y criterios con diversos sectores de los países subdesarrollados. La reciente creación del llamado Grupo de 24 países subdesarrollados y del Grupo de 22 países (una mezcla de G-7 de los desarrollados con el G-24 de los subdesarrollados) bien puede interpretarse como una loable acción en esta dirección de mejorar la comunicación al interior de las multilaterales.
2. Agilizar la respuesta de las entidades multilaterales frente a las necesidades sociales más apremiantes del Tercer Mundo. Probablemente este continúa siendo uno de los mayores desafíos, donde la repartición de tareas entre vigilancia macroeconómica (FMI) y promoción del desarrollo (BM) es ampliamente debatida (Gilbert, et al., 1999; Collier y Gunning, 1999, p. 638). La crisis asiática ha dejado dos importantes legados a este respecto. De una parte, la tarea de "vigilancia macroeconómica" del FMI ahora podrá concentrarse más en los progresos en materia de reformas fiscales y laborales, ya que el mundo ha virado hacia esquemas cambiarios "polares", los que tienden a disminuir la ocurrencia de crisis cambiarias. De otra parte, el Banco Mundial podrá apoyar financieramente los programas de regulación y supervisión bancaria de las economías emergentes, aprovechando su alta capacidad de apalancamiento financiero (Stiglitz, 1999, p. 589), complementando así al FMI en sus labores de proveedor de liquidez de "última instancia" (Fischer, 1999a).
 3. Por último, se proponía la reestructuración de la ayuda internacional a los países más pobres, tanto a nivel de su canalización como de otorgar facilidades de renegociación de su deuda internacional, promocionando arreglos bilaterales en el llamado Club de París. En este frente la iniciativa reciente de aliviar las deudas de los países pobres altamente endeudados (el grupo HIPC) hasta en un 100% (impulsada por Canadá, Inglaterra y Estados Unidos) debe aplaudirse, aunque aún subsisten problemas en el tratamiento de deudas diferentes a las de estos países prestatarios y su relación con la banca regional. En materia de reestructuración crediticia, las multilaterales están "aprendiendo al hacer camino", tal como les ha ocurrido a las economías emergentes. Por ejemplo, el principio de "acuerdo mayoritario" para forzar un arreglo en el corto plazo se viene proponiendo como mecanismo de conciliación obligatoria en las deudas internacionales (Fischer, 1999a, p. 574), tal como viene ocurriendo en algunos países de América Latina (donde Colombia es uno de los ejemplos recientes, según lo aprobado en la llamada Ley 550 de 1999 sobre reestructuración empresarial).
- Todos estos planteamientos eran válidos estructuralmente hablando; es decir, aun sin el advenimiento de crisis como la de México en 1994, la del sudeste asiático en 1997 o la de Rusia en 1998. Frente a estos últimos acontecimientos, muchas de las acciones antes sugeridas claramente se
-

han venido acelerando. En particular, cabe destacar la pronta acción conjunta que adoptaron las entidades multilaterales a raíz de la crisis de Rusia en agosto 17 de 1998, cuando su preocupación de contagio sobre América Latina los llamó a convocar esquemas de "vigilancia especial" (véase IMF, 1999b).

En efecto, en los primeros días de septiembre de 1998, conjuntamente el FMI, el Banco Mundial, el BID y con la presencia de observadores importantes (el Tesoro y el Federal Reserve de los Estados Unidos, FED) propusieron a los principales gobiernos de América Latina diseñar y adoptar políticas que minimizaran dichos riesgos de contagio. Estas políticas de coordinación en la región resultarían aun más importantes a la luz de lo que venía ocurriendo entonces en el sudeste asiático, cuando algunos países de esa región expresaron su apoyo a drásticas políticas de intervención administrativa con relación a los flujos de capital. Este fue el caso de Malasia, con una importante repercusión sobre el mundo académico (Krugman, 1998b). Sin embargo, la región se mantuvo ajena a este tipo de respuestas y, por el contrario, moderados esquemas de impuestos a la entrada de capitales, *a la* Tobin, fueron relajados aún más, de acuerdo con las circunstancias de iliquidez internacional, como fueron los casos de Chile y Colombia.

Uno de los resultados más concretos de este intercambio de ideas en el marco de las reuniones de "vigilancia especial" fue el llamado que hizo el Secretario del

Tesoro de los Estados Unidos a las multilaterales, con el fin de:

1. Agilizar el diseño de líneas de crédito de rápido desembolso y explorar mecanismos complementarios y/o contingentes,
2. Flexibilizar los programas de ajuste a la luz del "estrés social" que podría generarse en la región por cuenta de la prolongada crisis asiática y su amenaza sobre América Latina (de lo cual se beneficiaría ampliamente el programa de Colombia con el FMI) y
3. Un llamado a la "transparencia" y la disseminación de información pronta y veraz, probablemente como resultado del deficiente manejo informativo ocurrido durante la crisis de México en 1994-1995 (IMF, 1999c).

Como resultado de la agenda allí esbozada, el FMI se concentró en la elaboración de "facilidades complementarias", mientras el BM profundizaba la idea de otorgar un "marco de referencia global" para sus líneas de préstamo orientadas hacia el área social, enfatizando la iniciativa de los países usuarios de los créditos.

B. Las líneas de crédito contingente

Durante la reunión anual del BID en marzo de 1999, surgió nuevamente el tema de las líneas crediticias contingentes de las multilaterales. Allí se comentó que la reacción del directorio del FMI era favorable a la idea de diseñar "*contingency*

credit lines" (CCL) para aquellos países que, contando con un claro historial de manejo macroeconómico prudente, estuvieran expuestos a "riesgos de contagio" que pudieran impedir su acceso al mercado internacional de capitales. Obviamente el diseño exitoso del CCL implicaba precisar qué se entendía por "manejo prudente", durante cuánto tiempo, y diferenciar el deterioro proveniente del "contagio" del resultante de problemas estructurales en esas economías.

Las modalidades del CCL inicialmente discutidas incluían los siguientes elementos básicos (IMF, 1999a):

1. *Fund Monitored Program*, donde el país se comprometía a adoptar un programa endosado por el FMI a cambio de una decisión explícita del Directorio de aprobar acceso a recursos significativos si se producía dicho "contagio". Esta era una variante del conocido programa de monitoreo aplicado en Colombia en los años ochenta, el cual había permitido enderezar el curso macroeconómico, evitando las complejidades institucionales del "stand-by" tradicional.
2. *Augmented Option*, entendida como una modalidad que permitiría pensar en extender la cuantía del arreglo anterior, pero sin que existiera obligación por parte del Directorio del FMI de otorgarla, y
3. *Commitment Option*, bajo la cual el país se comprometería formalmente con un programa del FMI y, en contrapres-

tación, habría también un compromiso de ampliación de recursos por parte del Directorio cuando se presentara el contagio, siempre y cuando se mantenga un curso sólido respecto del programa macro inicial.

Esta última modalidad, en la práctica, no era muy diferente de potenciales arreglos bajo el esquema vigente del "*Supplemental Reserve Facilities*" (SRF), que tienen como base el uso de un tramo superior de un "stand-by". Esto implica que esta modalidad perdería su atractivo de "verdadera contingencia", pues tendría que haber un compromiso previo de un programa formal con el FMI. Aunque las discusiones a este respecto continúan, ha terminado por imponerse esta línea de acción que exige un compromiso previo de los países y tan solo disponible para aquellos que muestran un buen historial (Fischer, 1999, p. 570), sin que ni siquiera los más opcionados hayan accedido bajo el formato de "contingencia".

La modalidad No. 1, en su conceptualización básica, no reñía con los principios esbozados por el Sub-Secretario del Tesoro de los Estados Unidos en su presentación en París, cuando mencionaba que la flexibilización de las líneas crediticias deberían tener como parámetros básicos: condicionamiento a políticas prudentes, moderación de los indicadores de deuda y exclusivamente para países que estuvieran, bajo otras circunstancias de no contagio, en capacidad de tener acceso a los mercados internacionales gracias a sus sanas políticas macroeconómicas

(Summers, 1999, p. 5). Es claro que los temas relacionados con la repartición de cargas en el interior de las multilaterales, el llamado "*burden sharing*", también terminaron inclinando la balanza a favor de la opción No. 3, pues la pre-existencia de un "*stand-by*" precisamente solucionaría este problema.

En síntesis, *las discusiones alrededor del CCL no pasaron de ser una revisión de los mecanismos existentes, con flexibilización en alguno de sus parámetros, pero sin que llegara a constituirse en una facilidad de utilización ágil y sin condiciones*. Tanto por la escasez de recursos del FMI, como por la presión ejercida por algunos de sus miembros para vincular al sector privado en la solución de la crisis, la aplicación "contingente" de estas líneas no se ha podido llevar a la práctica, ni siquiera en los casos de mayor factibilidad (Chile o Argentina).

Como veremos más adelante, la forma de participar del FMI-BM en la solución de los problemas de iliquidez/solvencia resultará determinante para enfrentar los problemas de "riesgo moral" que pueden haberse estimulado en los casos de Rusia y Brasil, cuando se comparan sus condicionalidades frente a aquellas exigidas a los países del sudeste asiático (Fischer, 1999b). El tema fundamental será entonces el desarrollo de la llamada "ambigüedad constructiva", a través de la cual se les hace saber a los países (o para el caso local, a las entidades bancarias domésticas) que deberán proceder con extrema cautela, porque el tratamiento será más exigente hacia el futuro.

C. El "marco de desarrollo global" del Banco Mundial

Como una respuesta a la necesidad de consultar más de cerca los temas en materia de inversión social, el Banco Mundial lanzó su idea de aplicar un marco de desarrollo global (*Comprehensive Development Framework, CDF*) como guía en sus programas para el Tercer Mundo (Wolfensohn, 1998; 1999). El principio básico es que los gobiernos de los países en desarrollo tienen que estar comprometidos con las reformas de largo plazo para que estas tengan éxito. Se propuso que para aquellos países carentes de capacidad de planeación de largo plazo, se adoptaran programas pilotos donde sus diferentes áreas de desarrollo se reflejen en matrices de desempeño que permitan visualizar su impacto social, ambiental y los requerimientos financieros (destacándose los casos de Bolivia y de muchos países de África). En realidad, esta propuesta viene a ser una profundización del mecanismo (relativamente exitoso) que se adoptó hacia finales de los años ochenta, cuando el *policy-framework paper* (PFP) se convirtió en un instrumento útil de planeación y coordinación entre el FMI-BM para adelantar las reformas estructurales a través de sus programas SAF-ESAF.

A pesar de sus bondades en la parte conceptual, por su visión "holística", tal vez el mensaje más práctico que se ha derivado de esta iniciativa ha sido trasladar físicamente buena parte de las tareas de planeación y seguimiento hacia los países

usuarios de los créditos, reduciendo así la burocracia en las casas matrices en Washington. Gracias al contacto directo y al entendimiento de primera mano que este enfoque ha propiciado, la aplicación de estos programas será más eficaz y de menor costo. Este es un programa que requiere evaluaciones de largo plazo, por lo cual resulta prematuro avanzar conclusiones en este momento.

Una de las mayores dificultades que ha enfrentado el BM en sus operaciones es la falta de unidad en sus enfoques sectoriales (Gilber et al. 1999, p. 626). Se ha dicho que esto es inevitable para un banco internacional que busca empujar simultáneamente el desarrollo en diferentes frentes (el educativo, la salud, las pensiones, los temas ambientales) y con frecuencia se contrasta con la "visión monolítica" que inspira el FMI. Este último, a su vez, es criticado por su rigidez, pero se defiende de dichos ataques argumentando que, especialmente en las épocas de emergencias recientes, es imposible conducir un equipo en sus sesiones de "quirófano" si cada cual se dedica a discutir cuál debería ser el siguiente paso en la delicada operación de salvamento financiero.

En fin, la percepción de varios países usuarios del crédito de las multilaterales es que las discusiones alrededor de las líneas contingentes del FMI y del "marco global" sugerido por el BM constituyeron legítimos esfuerzos de dichas entidades para responder con "nuevos productos" ante la crisis del sudeste asiático. No obstante, su aplicación ha sido lenta y la verdad es

que esos "productos" en sí mismos no cambiaran sustancialmente la forma de operar de dichas instituciones.

Un aspecto más positivo que cabe destacar es que estos ejercicios sí han conducido a la adopción de criterios más flexibles en las operaciones de estas entidades. Coloquialmente se afirma que las multilaterales por fin están mostrando "la cara social" del necesitado ajuste macroeconómico y que han entendido que no se pueden aplicar mecánicamente condicionalidades que no apoyan la recuperación económica (IMF, 2000). En opinión de uno de los críticos más agudos de los programas de las multilaterales, en el tratamiento de las crisis recientes se pueden distinguir dos etapas: la fase inicial de contracción del sector real (1997-II/1998-I), durante la cual se aplicaron fórmulas estándares, y la fase de tratamientos específicos y de recuperación del crecimiento real (1998-II/1999), siendo los casos más destacados los de Indonesia y Corea (Radelet y Sachs, 1998, pp. 55-61 y 1999).

En general, los programas de ajuste estructural del FMI responden ahora de mejor manera a las necesidades y condiciones de cada país, al tiempo que los programas de desarrollo del Banco Mundial tienden a concatenarse más estrechamente con las prioridades fijadas por sus usuarios. El programa de facilidad extendida del FMI acordado con Colombia en diciembre de 1999 y el crédito de apoyo a las reformas del sector financiero aprobado por el Banco Mundial y el BID en noviembre de ese mismo año son buenos

ejemplos de esta nueva línea de operación de dichas entidades.

D. La nueva arquitectura financiera (nacional e internacional)

Sin lugar a dudas, el tema de mayor impacto hacia el mediano plazo, derivado de esta crisis, tiene que ver con las reformas al sistema financiero, tanto a nivel internacional como nacional. *Los clamores han sido por una mayor supervisión bancaria in-situ, por elevar los indicadores de solvencia para evitar fragilidades ante comportamientos volátiles en los flujos de capital, por tratamientos más equitativos a los flujos de capital de corto plazo en el marco de las nuevas regulaciones de Basilea¹*. A su vez, se le ha solicitado a las multilaterales, a los reguladores locales y a los bancos centrales evitar tratamientos que estimulen la aparición de "riesgos morales", pero, al mismo tiempo, que adopten posturas propias de las crisis bancarias para permitir la reestructuración crediticia y la superación de la postración crediticia (*credit crunch*), Véase Eichengreen (1999, pp. 14-18).

Uno de los aspectos más importantes de la reforma al "consenso de Washington" probablemente pasa por asegurarse que los estándares de regulación prudencial y de supervisión bancaria son mejorados de manera sustantiva, de tal manera que la fragilidad financiera evite los riesgos de contagio. El FMI y el Banco Mundial han trabajado en la línea de fortificar su llamado "Concordato de Colaboración de 1989", de tal manera que el sistema de

reporte se haga aún más expedito y diáfano. Como resultado de la crisis de 1997-1999, se ha buscado que los comités de coordinación financiera de estas entidades estrechen su trabajo. También se ha procurado en este marco que la ayuda a los países pobres más endeudados (HIPC) y los programas de reformas estructurales (ESAF) logren objetivos más profundos, consultando las limitaciones institucionales de los diferentes países (Fischer, 1999b; Stiglitz, 1999; IMF, 2000).

Debido a que cada uno de estos temas encierra aspectos financieros y microeconómicos específicos, creemos que la mejor forma de abordarlos es resumiendo los principales puntos de controversia.

Las nuevas reglas de Basilea

El talón de Aquiles del Acuerdo de Basilea de 1988 ha sido cómo ponderar mejor los diferentes grados de riesgo que encierran los créditos bancarios. Como resultado de la crisis se ha hecho evidente que la regulación mundial existente no considera adecuadamente los problemas de volatilidad de créditos apalancados en líneas externas de *corto plazo*, así como las dificultades que se tienen para distinguir por tipos de riesgo doméstico. El Comité de Reforma del Acuerdo de Basilea debe pronunciarse hacia mediados del año en curso, después de haber analizado cuatro alternativas (United Nations, 1999, pp. 32-47; The Economist, 1999):

1. Usar *los modelos* de riesgo crediticio que tienen actualmente los bancos pri-

vados, para inferir de allí los criterios de la nueva clasificación crediticia y sus ponderaciones en el capital de riesgo. El problema de este enfoque es la diversidad allí encontrada, lo cual implicaría arduos trabajos para homogeneizar criterios a nivel internacional.

2. Usar *las calificaciones* que vienen produciendo los bancos privados en sus propias unidades de análisis de riesgo y estandarizarlas, tal como se propone en el caso de la Unión Europea, pero su implementación fuera de Europa luce compleja.
3. Profundizar el esquema de las "calificadoras de riesgo" privadas, aunque su cobertura fuera de los Estados Unidos sigue siendo precaria (salvo para el caso de las deudas soberanas). El problema en este caso tiene que ver con el "riesgo moral" que surgiría de tener empresas pagándole a las evaluadoras para obtener una calificación que los habilite ante los bancos privados. También habría problemas para poner en igualdad de condiciones a las entidades que tienen un largo historial de monitoreo con aquellas que hasta ahora lo solicitan, y
4. Recurrir al mecanismo de emisión de "deuda subordinada" por parte del sistema bancario, de tal manera que a través de las transacciones de dicha deuda el mercado recogiera la percepción que se tiene de su verdadero estado financiero y de solvencia. Dicha deuda tendría límites en su rendimiento en

el mercado secundario y, a través de su comparación con los títulos más seguros del mercado, se establecería un marco de referencia para juzgar su grado de riesgo en cada momento.

Las diferentes comisiones vienen trabajando sobre estas opciones, pero cualquier acuerdo supone un claro entendimiento entre el Banco Europeo y el FED, avalado por el BIS. Correspondería al FMI la implantación de dichos estándares a nivel mundial y al Banco Mundial y los bancos regionales facilitar los recursos y el apoyo técnico necesario para la cabal adopción de estas nuevas regulaciones que mejorarían el Acuerdo de Basilea vigente.

La "ambigüedad constructiva" como un antídoto del "riesgo moral"

Como ya lo mencionamos, los diferentes grados de condicionalidad impuestos por las multilaterales en su tratamiento de la crisis de México (1994-1995) frente a la crisis asiática (1997) generaron señales perversas para Rusia y Brasil (1998). Mucho se ha discutido sobre si el "riesgo moral" así generado indujo comportamientos proclives a expandir la crisis hacia estos últimos países (Fischer, 1999a, p. 4; Radelet y Sachs, 1999).

La analogía con los tratamientos diferenciales que se han dado en algunos sistemas financieros en Latinoamérica es clara. En ocasiones, es lógico que las autoridades le apuesten a que el otorgamiento de liquidez permitirá que determinada insti-

tución financiera salga adelante, especialmente si ésta puede generar riesgos sistémicos, bien por su tamaño o por su posicionamiento dentro del mercado. Esto ocurre no sólo por las dificultades clásicas en diferenciar *desde un inicio* los problemas de liquidez de aquellos de solvencia, sino porque en los albores de una crisis es difícil ceñirse a reglas diseñadas para épocas de normalidad. Es bajo estas circunstancias que el método de la "ambigüedad constructiva" tiende a ser útil, pues le hace saber a otras instituciones que serán ayudadas si el problema prueba ser efectivamente de liquidez, pero que igualmente pueden terminar siendo intervenidas (oficializadas) o liquidadas si el problema es de solvencia.

Sin embargo, en algunos países continúan existiendo problemas de índole institucional, pues no siempre el banco central adelanta las tareas de supervisión. Por ejemplo, en Colombia estas tareas las lleva a cabo un organismo del gobierno (la Superintendencia Bancaria), otro adelanta las tareas de regulación bancaria (el Vice-Ministerio Técnico) y otro maneja las entidades en crisis (Fogafin). Dado que estos organismos gubernamentales dependen directamente del Ministro de Hacienda, se requiere una gran tarea coordinadora para lograr avanzar en las diferentes tareas, a veces interviniendo entidades, a veces apoyándolas en su capitalización. A su vez, el Ministro de Hacienda debe coordinar con la Junta directiva del Banco de la República, de la cual hacen parte otros seis miembros in-

dependientes del gobierno, las políticas de manejo de la liquidez en la economía.

En otros países las tareas de manejo de áreas "grises" entre liquidez/solvencia parecen facilitarse al concentrar en el banco central la supervisión bancaria (y, por lo tanto, las tareas de intervención) y aquellas relacionadas con la provisión de liquidez. Sin embargo, este tipo de arreglo institucional no es fácil de consolidar *ex post* en aquellos bancos centrales que han ganado su independencia y se ven enfrentados a cuerpos de supervisión que dependen del gobierno (Minsky, 1999, p. 1530).

El seguro de depósito bancario

Relacionado con el punto anterior, aparece el tema del seguro de depósito bancario, a través del cual se restituye una porción y hasta un límite los ahorros del público, en caso de una quiebra bancaria. A pesar de los numerosos debates sobre sus bondades (proteger los ahorros de los más débiles) y sus problemas (estímulo a prácticas inseguras por parte de los bancos y los cuenta-habientes), la literatura reciente apoya la existencia de dicho depósito (Eichengreen, 1999, p. 3).

Una de las razones fundamentales para dicho apoyo, a pesar de que la evidencia indica que el incremento en la cobertura del seguro de depósito ha coincidido con una mayor fragilidad financiera (Demirgüç-Kunt y Detragiache, 2000), tiene que ver con la dificultad práctica de dejar en manos de los agentes privados

la evaluación del riesgo de las entidades bancarias. Se ha impuesto entonces la idea de que el monitoreo individual no solo es costoso, sino que enfrenta los típicos problemas de cualquiera "acción colectiva". Las experiencias en los Estados Unidos, México y Colombia (Clavijo, 1998b) indican que la clave para una buena regulación está en fijar límites adecuados al monto del seguro, así como en explorar mecanismos que permitan cobros diferenciales a los bancos según el riesgo implícito. En Colombia, este último y sano principio fue aprobado en 1997, pero las recientes dificultades financieras lo tornaron impracticable.

Los flujos de capital de corto plazo: impuesto a la Tobin vs. a la Chile-Colombia

Chile y Colombia se han caracterizado por ser países que evitaron incrementar su endeudamiento externo (público y privado) de corto plazo, para lo cual adoptaron onerosos encajes (hasta del 100%) en función del plazo de dicha deuda (evitando gravar así los dineros destinados a financiar proyectos de inversión de mediano y largo plazo). Esta práctica mostró sus favorables efectos en la época de auge crediticio externo de 1992-1997. Por ejemplo, en el caso de Colombia si bien el acervo de deuda externa se incrementó hasta alcanzar el 34% del PIB al finalizar 1998 (casi 4 puntos de incremento), su plazo medio continuó siendo relativamente amplio. De hecho, la deuda pública tenía un plazo medio de siete años al finalizar 1998 y la deuda de corto plazo

(pública y privada) apenas representaba un 11% del total.

Durante los años 1998-1999, Colombia se movió en la dirección de reducir dicho encaje (actualmente en el 10%) y Chile redujo su tasa al 0%, tomando en consideración que los flujos internacionales se habían revertido. Las multilaterales han analizado esta práctica y concluido que este mecanismo resulta parcialmente efectivo; además, por el hecho de ser un impuesto a la entrada de capitales de corto plazo genera menores distorsiones que aquellos que adoptan la forma de impuestos a la repatriación (como fue el caso de Malasia, antes comentado). Véase Fischer (1999b, p. 564).

Dicho de otra manera, se ha generado relativo consenso sobre las bondades de atacar el problema de volatilidad de los flujos de capital a través de imponer tributos (bajo la forma de encajes) al momento de su entrada a los mercados emergentes y no prohibiendo su salida o imponiendo tasas punitivas al momento de la repatriación. Esta última práctica es una variante del llamado impuesto *a la* Tobin, el cual propone gravar todas las transacciones en divisas. La respuesta obvia del mercado a estas prácticas ha sido trasladar sus operaciones *off-shore* (Eichengreen, 1999, p. 88).

Otra variante de estos impuestos ha sido la adoptada recientemente por Brasil y Colombia, a través de un impuesto a las transacciones (de 0,38% y 0,20%, respectivamente), que si bien se concentran en las operaciones domésticas, también han afectado en diversas etapas las del merca-

do cambiario de divisas. Este ha sido un impuesto controvertido por sus distorsiones sobre la intermediación financiera, pero en la medida en que sus tasas continúan siendo bajas, tiene la ventaja de operar como un instrumento de "retención en la fuente", cuando quiera que se decida cruzar estos recaudos contra las obligaciones del impuesto de renta.

Reestructuración crediticia

Con frecuencia, la necesidad de reestructurar las deudas del sector empresarial han sido el resultado de devaluaciones abruptas de las monedas de los mercados emergentes. Este fue el caso de México en 1982-1984, lo cual requirió el establecimiento del esquema FICORCA a través del cual el Banco Central asumía el riesgo cambiario de largo plazo. Algo similar habría de ocurrir en Colombia en los años siguientes al establecerse el esquema de la Resolución 33 de 1984. Este esquema permitió que salieran adelante importantes empresas textiles colombianas que se habían endeudado fuertemente en divisas, a un costo quasi-fiscal moderado, ya que la responsabilidad crediticia permanecía con sus emisores originales, mientras el banco central otorgaba plazos para atender dicha deuda (Caballero, 1997; Palacios, 1997, p. 254). Más recientemente, se ha instaurado un mecanismo similar en Indonesia a través del esquema INDRA, pero en este caso el gobierno ha asumido el riesgo cambiario de ciertos deudores (Eichengreen, 1999; IIF, 1999, Appendix A).

El común denominador de las crisis bancarias es que el sector financiero tiende a recuperar más rápidamente su patrimonio que el sector real, porque este último experimenta un sobre-endeudamiento, que es la explicación última de la crisis. La literatura reciente se ha concentrado entonces en crear mecanismos para movilizar esta deuda "fuera del balance" empresarial, con el fin de propiciar su desapalancamiento. Los llamados *swaps* de deuda bancaria local por acciones empresariales se han propuesto como un mecanismo que cumpliría este propósito, con el compromiso de que la banca deba ofrecer en venta dichas acciones en un plazo no superior a 3-5 años. Para el éxito de este procedimiento deben cumplirse al menos dos condiciones: primero, su carácter debe ser estrictamente temporal y, segundo, debe limitarse a las empresas viables (especialmente las exportadoras). De no procederse así, se estaría rompiendo el principio de la "muralla china" que tradicionalmente ha evitado que las crisis del sector real repercutan directamente sobre el balance del sector bancario.

En el Cuadro 5 se proporcionan algunos indicadores sobre crisis bancarias y reestructuración de la deuda empresarial. Allí se observa que la magnitud de la crisis en países como Indonesia y Tailandia, medida como la relación entre (activos improductivos/cartera), superó lo ocurrido en países como Corea, México o Colombia. En efecto, mientras en los primeros dicho indicador estuvo en el rango 52%-55%, en los últimos el rango era de

Cuadro 5
Crisis bancarias y reestructuración de la deuda empresarial
(Situación en 1999)

Porcentajes	Indonesia	Corea	Tailandia	México	Colombia
Activos improductivos (*) / Cartera	55	16	52	12	19
Costo de la crisis (*) / PIB	22	23	53	19	6
Provisiones / Activos improductivos (*)	22	13	25	95	31
Act. Soc. colectiva / Act. Improd. (*)	51	42	n.d.	n.d.	n.d.
Capitalización requerida / PIB	35	8	14	4	4
Recapitalización / Cap. requeridas	n.d.	31	51	n.d.	50

(*) Incluye cartera vencida y bienes recibidos en dación en pago (excluye los relacionados con "propiedad y equipos" de las entidades financieras).

Fuente: IIF (1999); FMI (1999e); Lehman Brothers (2000a); CNBV (México); Fogafin y cálculos propios.

12%-19% durante 1999. No obstante, cabe aclarar que de todos estos casos la crisis bancaria en Colombia es la más reciente, luego es posible que dicho indicador todavía pueda incrementarse.

Si la magnitud de la crisis se dimensiona ahora con relación al tamaño de la economía, se observa que las crisis de México y Colombia (6%-19% del PIB) probablemente terminarán siendo de menor calado que las del sudeste asiático (22%-53% del PIB), donde la de Tailandia parecería ser la más gravosa.

Los mecanismos de supervisión bancaria en América Latina tradicionalmente han sido mejores que los del sudeste asiático, ya que si bien las presiones de los grupos económicos hicieron que estas tareas fueran difíciles en los años 80, durante los noventa se profesionalizaron mejor los

entes regulatorios y supervisores (incluidos los bancos centrales). Por contraste, la existencia de los *Chaebols* en Corea y los conglomerados japoneses se convirtieron en un serio obstáculo a la libre asignación del crédito bancario. Por lo tanto, no resulta sorprendente que la relación (provisiones/activos improductivos) en el sistema bancario tienda a ser baja en los países asiáticos (13%-25%) frente a los niveles observados en Colombia 30%, que en todo caso están por debajo del aconsejado 70%-90% que exhiben Chile, Perú y, recientemente, México. En los casos de Colombia y México, ha resultado igualmente grave la mala calidad de las garantías que soportaban estos créditos vencidos. Como es sabido, las garantías más comunes se refieren a propiedad raíz, la que a su vez, ha experimentado grandes desvalorizaciones (hasta del 50% en términos reales).

Todas las leyes que se han instituido en estos países apuntan a permitir la movilización de estos activos improductivos hacia "sociedades de inversión colectiva" que permitan detener la desvalorización de dichos activos y la correspondiente limpieza del balance de las entidades crediticias. En muchos casos se ha tenido que crear una compleja estructura institucional para trabajar en paralelo las diferentes áreas del problema: mientras el banco central interviene las instituciones (o la Superintendencia Bancaria), la agencia estatal de reestructuración bancaria procede a adelantar las cesiones de activos y pasivos, las fusiones y/o recapitalizaciones del caso, con lo cual se ve la necesidad de crear las compañías manejadoras de activos (o "sociedades colectivas de inversión").

Los casos de Indonesia y Tailandia ya comprenden este tipo de arreglos institucionales (FMI, 1999e, p. 60), mientras que en los de México (IPAB) y Colombia (Fogafin) se viene trabajando para crear las entidades públicas y/o privadas que harían la movilización de activos. En Colombia se intentó replicar el esquema español de las "centrífugas de riesgo", pero el fallo de la Corte Constitucional sobre la Emergencia Económica de noviembre de 1998 terminó por retrasar el proceso (Restrepo, 1999 p. 322), al limitar el uso de los recursos así conseguidos para aquellos activos de la banca pública. La reciente expedición de la Ley 550 de 1999 sobre intervención económica y reestructuración de deudas contiene importantes elementos de avanzada sobre facilitación de

arreglos extra-juicio, acuerdos mayoritarios de carácter obligatorio y principios tipo "London Rules" para agilizar los procesos existentes (véase artículos 5-7 y 64-65).

Gracias a la rápida movilización que han hecho en esta dirección países como Indonesia y Corea, los bancos han podido ceder en administración entre un 42%-51% de los activos improductivos a las "sociedades colectivas de inversión". En algunos casos, el propio gobierno ha creado su "sociedad administradora de activos" que opera como oferente de última instancia en las subastas que exitosamente se vienen adelantando, por ejemplo, en Tailandia. México, con sus US\$90,000 millones (24% del PIB) de bienes recibidos en dación en pago, y Colombia, con el equivalente a US\$1,000 millones (1,2% del PIB), deben adoptar mecanismos que permitan una "comercialización" organizada y rápida de estos activos para halar por esta vía la recuperación de la actividad constructora e inmobiliaria.

De forma paralela, la superación del conocido problema del "encogimiento crediticio" (*credit crunch*) también exige trabajar en la línea de soporte a las garantías que puede ofrecer el sector productivo al solicitar créditos bancarios, particularmente en los casos de la pequeña y mediana industria. Tal vez el ejemplo más decisivo proviene del Japón (Kanaya y Woo, 2000, p. 44), donde el valor de las garantías ofrecidas por la respectiva entidad estatal prácticamente se duplicó entre 1990-1998 (registrando un crecimiento del 35% durante 1998). En

Colombia, se han hecho esfuerzos en esta dirección durante los años 1998-1999 al capitalizar el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras en US\$50 millones, al arbitrar US\$70 millones de endeudamiento del Banco de la República hacia el IFI y al buscar apalancar cerca de US\$150 millones de otros bancos de segundo piso hacia este propósito.

Por último, cabe señalar que los requerimientos de recapitalización bancaria son pronunciados en el caso de Indonesia (34% del PIB) y de Tailandia (14% del PIB), mientras que son relativamente moderados en los casos de México y Colombia (4% del PIB). Estas tareas se vienen adelantando con relativa prontitud en los casos de Tailandia y Colombia. En este último país persisten problemas relacionados con la banca pública y, además, se requiere profundizar el esquema de apoyo a las líneas de capitalización privada. Curiosamente, en el caso de México la reestructuración bancaria ha marchado lentamente y, de hecho, el crédito continúa postrado. La Ley de Reestructuración Crediticia tan solo sería aprobada por el Congreso de México en el primer semestre de este año, pero entre tanto su sector productivo ha tenido la suerte de lograr una financiación dinámica para sus exportaciones a través de sus socios comerciales del NAFTA.

Tal vez uno de los pocos países en que se ha dado una verdadera recapitalización bancaria es en Corea (cercana al 31% de lo requerido), al tiempo que se ha logra-

do movilizar los activos improductivos de forma significativa (42%). No en vano, las calificadoras de riesgo de inversión le restituyeron simultánea y rápidamente el grado de inversión a Corea durante 1999, después de haberlo degradado a principios de ese mismo año. La lección que pueden extraer México, ahora que tiene el "grado de inversión", y Colombia, buscando su restitución, es que solo con un trabajo simultáneo de recapitalización bancaria, limpieza del balance, movilización de los bienes improductivos y reestructuración de las deudas de las empresas productivas viables será posible recuperar la senda del crecimiento dinámico.

IV. CONCLUSIONES

Hemos visto que alrededor de las causas y canales de difusión de la crisis de 1997-2000 se han tejido diversas hipótesis: el agotamiento del "milagro" asiático, los problemas de "riesgo moral", la ocurrencia del "efecto manada", en un ambiente de pobres regulaciones financieras. El Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM) reaccionaron de diversas maneras, según la fase de la crisis (generación/contagio) o de su cambiante impacto regional (influjo/sequía financiera). Del clamor a los gobiernos del G-7 por recursos frescos para las recapitalizaciones del FMI-BM durante 1998, se pasó a la etapa de "amenazas" al sector privado tendientes a repartir mejor la carga de la crisis (el llamado "*bail-in*" del sector privado) durante 1999.

Desde la óptica de un país usuario de recursos de las multilaterales, como Colombia, la percepción es que las discusiones alrededor de las líneas contingentes del FMI y del "marco global" sugerido por el BM constituyeron legítimos esfuerzos de dichas entidades para responder con "nuevos productos" ante la crisis del sudeste asiático. No obstante, su aplicación ha sido lenta y la verdad es que esos "productos" en sí mismos no cambiarían sustancialmente la forma de operar de dichas instituciones. Se requieren soluciones de fondo, tal como se sugiere en un importante reporte al Congreso de los Estados Unidos (IFIAC, 2000).

Sin lugar a dudas, el tema de mayor impacto hacia el mediano plazo, derivado de esta crisis, tiene que ver con las reformas al sistema financiero. Los clamores han sido por una mayor supervisión bancaria *in-situ*, por elevar los indicadores de solvencia para evitar fragilidades ante comportamientos volátiles en los flujos de capital, por tratamientos más equitativos a los flujos de capital de corto plazo en el marco de las nuevas regulaciones de Basilea. A su vez, se le ha solicitado a las multilaterales, a los reguladores locales y a los bancos centrales evitar tratamientos que estimulen la aparición de "riesgos morales", pero, al mismo tiempo, que adopten posturas propias de las crisis bancarias para permitir la reestructuración crediticia y la superación de la postración crediticia.

El común denominador de las crisis bancarias ha sido que el sector financiero

tiende a recuperar más rápidamente su patrimonio que el sector real. La literatura reciente se ha concentrado entonces en crear mecanismos para movilizar esta deuda "fuera del balance" empresarial, con el fin de propiciar su desapalancamiento. Los llamados *swaps* de deuda bancaria local por acciones empresariales se han propuesto como un mecanismo que cumpliría este propósito, con el compromiso de que la banca deba ofrecer en venta dichas acciones en un plazo no superior a 3-5 años.

Los efectos de más corto plazo han tenido que ver con los paquetes de ayuda multilateral y bilateral a los países más afectados por la crisis. Como vimos, el apoyo internacional que recibiría Colombia en los años 1999-2000 es de magnitudes similares al recibido por Brasil o Rusia en los años 1997-1999 (cerca del 5% del PIB), aunque inferior al apoyo otorgado al sudeste asiático (11%-22% del PIB) o a México en 1995 (12% del PIB). Sin embargo, cuando se dimensionan estos apoyos en función de la magnitud de las crisis financieras internas, se encuentra que en el caso de Brasil equivalía al 35% del costo de su crisis, mientras que en los casos de Colombia (escenario base) y México equivaldría al 67% de dicho costo. No obstante, es igualmente válido aducir que en ciertos casos las necesidades de apoyo internacional (crediticio o de recursos no reembolsables) deberían ser mayores si se tiene en cuenta, por ejemplo, las dificultades de orden público y las necesidades de gasto social (como han sido los casos de México, Indonesia y Colombia).

Hacia el futuro, es claro que Colombia podría replicar el buen ejemplo de México en materia de rápida recuperación, si se adoptan los ajustes estructurales que ha venido proponiendo el Ejecutivo al Congreso, principalmente en lo relativo a la moderación y buen uso de las transferencias territoriales, así como en la ampliación de la base

tributaria y su consecuente reducción en las tasas marginales de gravamen. Este proceso se vería claramente apuntalado si el reciente llamado de Colombia para ser aceptado en el NAFTA es seguido de un estudio serio por parte sus socios, lo cual obviamente tomará varios años en aprobarse y en llevarse a la práctica.

NOTAS

* Miembro de la Junta Directiva del Banco de la República. Las opiniones aquí expresadas son exclusiva responsabilidad del autor y no necesariamente son compartidas por la Junta Directiva del Banco de la República.

¹ United Nations, 1999; Institute of International Finance, 1999; IMF, 1999e; Mishkin, 1999.

REFERENCIAS

Albright, M. K. (2000) "Statement on the US. Assistance to Colombia" (US. Department of State, January).

Bosworth, B. P. and S. M. Collins (1999) "Capital Flows to Developing Economies: Implications for Saving and Investment", *Brookings Papers on Economic Activity*.

Caballero, C. (1997) "La pesadilla financiera que tuvo en suerte la Administración Betancur", *La pasión de gobernar: la Administración Betancur 10 años después* (compilador C. Caballero, ANIF-Tercer Mundo).

Clavijo, S. (1998a) "Repensando el desarrollo colombiano para el siglo XXI: lecciones de 35 años de crecimiento del sudeste asiático", *Revista Desarrollo y Sociedad* (Uniandes-CEDE, marzo).

Clavijo, S. (1998b) "La regulación bancaria en Colombia y el Seguro de Depósito", *La modernización del sistema financiero: próximos pasos* (Asociación Bancaria de Colombia, abril).

Clavijo, S. (1999) "Economic Stabilization Plan of Pastrana's Administration" (Paper presented at the III Leigh University Colombian Economic Conference, June).

-
- Collier, P. and J. W. Gunning (1999) "The IMF's Role in Structural Adjustment", *The Economic Journal* (November).
- Dermigüç-Kunt, A. and E. Detragiache (2000) "Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability?", *IMF Working Paper* (WP/00/3, January).
- Eichengreen, B. (1999) *Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda* (Institute for International Economics, February).
- Ferri, G., L-G. Liu and J. E. Stiglitz (1999) "The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis", *Economic Notes* (Banca Monte dei Paschi di Siena SpA, Vol. 28 No. 3).
- Fischer, S. (1998) "Lessons from a Crisis", *The Economist* (October 3rd).
- Fischer, S. (1999a) "On the Need for an International Lender of Last Resort" (American Economic Association and American Finance Association, January, via internet).
- Fischer, S. (1999b) "Reforming the International Financial System", *The Economic Journal* (November).
- Gilbert, C., A. Powell, and D. Vines (1999) "Positioning the World Bank", *The Economic Journal* (November).
- IFIAC (2000) *International Financial Institution Advisory Commission: Final Report to the Congress of the United States of America* (March, available in internet).
- IMF (1995) *World Economic Outlook: Global Saving* (May).
- IMF (1998) *World Economic Outlook: Financial Crises* (May).
- IMF (1999a) "Further Considerations Toward a Contingent Credit Line" (February).
- IMF (1999b) "International Standards and Fund Surveillance - Further Issues" (March).
- IMF (1999c) "Revised Draft Manual on Fiscal Transparency" (March).
- IMF (1999d) *World Economic Outlook: International Financial Contagion* (May).
- IMF (1999e) *World Economic Outlook: Safeguarding Macroeconomic Stability at Low Inflation* (October).
- IMF (2000) "The IMF Under the Leadership of Michael Camdessus, Jan. 1987-Feb. 2000" (EBD/00/11, February).
- Institute of International Finance (1999), *Report of the Working Group on Financial Crises in Emerging Markets* (January).
- Ito, T. (1996) "Lessons from the East Asia and the Pacific Rim", *Brookings Papers on Economic Activity* (No. 2).
- Kanaya, A. and D. Woo (2000) "The Japanese Banking Crisis of the 1990s: Sources and Lessons", *IMF Working Paper* (WP/00/7, January).
- Kindleberger, C. P. (1978) *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises* (Basic Books-Harper, N. Y.).
- Krugman, P. (1997) "What Ever Happened to the Asian Miracle", *Fortune* (August).
- Krugman, P. (1998a) "What Happen to Asia" (MIT, January).
- Krugman, P. (1998b) "The Confidence Game", *The New Republic* (October).
- Krugman, P. (1999) "Morning in Japan? The Bank of Japan Gets Radical", *The Slate – Dismal Science* (March).
- Lehman Brothers (2000) "Emerging Markets Strategy" (January).
-

-
- Lehman Brothers (2000a) "Mexico's Investment Grade Story" (January).
- Loser, C. and E. Kalter (1992) *México: The Strategy to Achieve Sustained Economic Growth* (IMF Occasional Paper No. 99, September).
- Minsky, H. P. (1982) *Can 'It' Happen Again? Essays on Instability and Finance* (Sharpe).
- Minsky, H. P. (1999) "Lessons from the Tequila Crisis", *Journal of Banking and Finance* (No. 23).
- Moody's Investors Service (1999), *Reduced Global Liquidity, Weak Export Prices, and the Outlook for Ratings in Latin América* (March).
- Palacios, H. (1997) "Estabilización económica con un banco central intervenido", *La pasión de gobernar: la Administración Betancur-10 años después* (compilador C. Caballero, ANIF-Tercer Mundo).
- Radelet, S. and J. Sachs (1998) "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", *Brookings Papers on Economic Activity* (April).
- Radelet, S. and J. Sachs (1999) "What Have We Learned, So Far, From the Asian Financial Crisis?" (In Next Steps in the Asian Financial Crisis, No.16, Economic Growth Center-USA/ID, January).
- Restrepo, J. C. (1999) *Memorias de Hacienda 1998-1999* (Tomo II - Primera Parte, Ministerio de Hacienda y Crédito Público).
- Sachs, J. (1998) "Making it Work", *The Economist* (September 12th).
- Summers, L. (1999a) "Overcoming Volatility: Latin América and the IDB" (Inter-American Development Bank Annual Meetings, Paris, March).
- Summers, L. (1999b) "The Right Kind of IMF for a Stable Global Financial System" (Remarks to The London School of Business, December, available on internet).
- The Economist* (1999) "Bank Rules in Disarray" (November 27th).
- United Nations (1999) *International Monetary and Financial Issues for the 1990s* (Research Papers for the Group of Twenty-Four, Vol. XI).
- United Nations (1999) *Towards a New International Financial Architecture* (ECLAC, Report of the Task Force, January).
- Wolfensohn, J. (1998) *La otra crisis (Discurso ante la Junta de Gobernadores del Grupo del Banco Mundial* (Washington, D. C.).
- Wolfensohn, J. (1999) "A Proposal for a Comprehensive Development Framework" (A Discussion Draft, January).
- World Bank (1999a) *Global Development Finance 1999* (World Bank Group, April).
- World Bank (1999b) *World Development Report 1999/2000: The Changing Development Landscape* (World Bank, June).