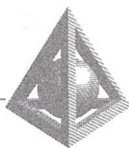


**XV SIMPOSIO SOBRE
MERCADO DE CAPITALES**

**SISTEMAS
FINANCIEROS
EN PROCESOS
DE APERTURA**



**ASOCIACION BANCARIA
Y DE ENTIDADES FINANCIERAS
DE COLOMBIA**

Cali, 7 y 8 de noviembre de 1996

*XV Simposio sobre
Mercado de Capitales
Sistemas financieros en procesos
de apertura*

Febrero de 1997

ASOCIACION BANCARIA
Y DE ENTIDADES FINANCIERAS
DE COLOMBIA, ASOBANCARIA

Presidente

César González Muñoz

Vicepresidente

Germán Camacho Alvarez

Gerente de Información

María Constanza Mejía Meneses

Gerente de Análisis Económico

Hernán Avendaño Cruz

Coordinadora de Publicaciones

María Alejandra Guerrero

Venta público \$50.000

© Asobancaria, 1997

ISBN 958-9040-32-2

Cra. 9ª N° 74-08 Piso 9º Tel. 211 4811 Ext. 440

Fax: 211 9915 - 217 5594

Edición

Asociación Bancaria y de Entidades
Financieras de Colombia, Asobancaria

Compilación

María Constanza Mejía Meneses

Corrección de estilo

Elkin Rivera Gómez

Diseño e impresión

Artes Gráficas Asobancaria

No está permitida la reproducción total o parcial de este libro
ni su transmisión en ninguna forma o por cualquier medio,
ya sea electrónico, por fotocopia, por registro u otros medios,
sin el permiso previo y por escrito del editor.

Contenido

SESION INAUGURAL

César González Muñoz	11
Miguel Urrutia Montoya	25

SEGUNDA SESION

REFORMA DEL SECTOR FINANCIERO EN COLOMBIA: ¿DONDE ESTAMOS?

Alberto Carrasquilla y Juan Pablo Zárate	37
--	----

TERCERA SESION

EXPERIENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO CHILENO EN LA APERTURA ECONOMICA

Alejandro Foxley	83
------------------------	----

LA REFORMA FINANCIERA Y EL SECTOR BANCARIO: VISION GENERAL DE ASPECTOS ESCOGIDOS

Jozef van't Dack	105
------------------------	-----

EFICIENCIA Y ECONOMIAS DE ESCALA EN EL SISTEMA BANCARIO COLOMBIANO

Hernán Avendaño Cruz	155
----------------------------	-----

HACIA LA CONSOLIDACION DEL SISTEMA PENSIONAL COLOMBIANO: ASPECTOS FISCALES, LABORALES Y FINANCIEROS

Sergio Clavijo	179
----------------------	-----

APERTURA Y SISTEMA FINANCIERO EN AMERICA LATINA

Luis Alberto Giorgio	231
----------------------------	-----

LECCIONES DE LA ESTABILIZACION DE LA ECONOMIA ARGENTINA

Domingo Cavallo	247
-----------------------	-----

*REFORMAS ECONOMICAS Y MERCADOS ACCIONARIOS:
¿CAMBIOS CICLICOS O PERMANENTES?*

Carlos Caballero Argáez 281

*EL PAPEL DE LA REGULACION EN EL PROCESO DE APERTURA
DEL SISTEMA FINANCIERO: EXPERIENCIA Y PERSPECTIVAS*

Rafael Acosta Chacón 321

FORO DE CLAUSURA

ESTABILIZACION VERSUS CRECIMIENTO ECONOMICO

José Antonio Ocampo 347

Roberto Junguito Bonnet 363

César González Muñoz 381

Domingo Cavallo 389

Alejandro Foxley 397

César González Muñoz 409

PRESENTACION

La economía colombiana, al igual que otras de América Latina, se ha visto expuesta en los últimos años a la competencia internacional, como consecuencia del proceso de apertura iniciado a comienzos de la presente década.

En este proceso, uno de los sectores económicos que mayores cambios sufrieron en su marco regulatorio y en sus posibilidades reales de actividad fue el financiero, en parte porque las autoridades deseaban poner fin al esquema de banca especializada vigente por tantos años en Colombia, y en parte también porque la política monetaria y financiera constituyó un elemento clave de la política económica.

Sin embargo, la política monetaria diseñada en los últimos seis años está lejos de ser una política estable; por el contrario, se ha caracterizado por presentar profundos cambios en su orientación, lo cual se ha reflejado, obviamente, en la evolución del sistema financiero.

Los resultados recientes del sector, pese a mantener en conjunto indicadores de solvencia, rentabilidad y calidad de activos bastante satisfactorios, no dejan de preocupar en algunos casos aislados.

¿Podría pensarse que el sector financiero colombiano empieza a transitar un camino por el que ya pasaron otros países de América Latina que vivieron procesos similares al nuestro?

¿Qué elementos característicos de esos procesos pueden gestarse en el entorno colombiano?

Las políticas de estabilización adoptadas en casos como México, Chile o Argentina tienen diferencias sustanciales. La discusión a fondo de cada una de ellas y del impacto económico que se deriva de su implementación fue la intención de la Asobancaria al convocar al XV Simposio sobre Mercado de Capitales.

Las memorias que se compilan en este libro son, a juicio de la Asociación, documentos fundamentales para continuar con el debate sobre un tema que, lejos de agotarse con la reunión de Cali, cobra mayor vigencia por estos días.

La Asobancaria espera continuar propiciando el espacio académico adecuado, contribuyendo al aporte de visiones y soluciones sobre temas cruciales del desarrollo económico del país.

SESION INAUGURAL

César González Muñoz
Presidente de la Asobancaria

El Banco de la República, en alianza con la Asobancaria, organizó los primeros simposios. Más adelante se le asignó esa tarea de coordinación a esta Asociación, pero se ha mantenido un talante permanente de cooperación con el banco central en la organización de este evento que, sin duda, es uno de los certámenes académicos más importantes del país. En esta ocasión también ha sido así; hemos tenido la mejor colaboración del Banco de la República, en especial de los doctores Miguel Urrutia, gerente general; Alberto Carrasquilla y Mónica Aparicio, quienes han sido realmente cruciales para la definición de algunos de los aspectos organizativos del Simposio y nos ayudaron a contactar a algunos de los expertos que participarán en este evento.

Quiero agradecer también a mis colegas de la Asociación por haberse encargado una vez más de la organización de este certamen. Es grato además contar en esta ocasión con la participación de personajes que vienen del ambiente académico y que ahora ocupan posiciones de autoridad, o viceversa; esperamos que en los próximos años podamos seguir reuniéndonos para discurrir y hacerle algún homenaje a la inteligencia.

Más que un análisis minucioso y a profundidad del proceso de apertura económica y de liberalización del sistema financiero en Colombia, parece oportuno someter a su consideración algunas reflexiones generales sobre estas materias; el asunto viene especialmente al caso, dado que la economía colombiana nos está obligando con sus duras realidades a aguzar el ingenio y el pensamiento creativo. Las cifras que hoy por hoy está arrojando la evolución del proceso económico nos obligan a ejercitarnos en la lógica.

La adopción del programa de apertura económica en Colombia se fundamentó en la necesidad de fortalecer la productividad de los factores para favorecer la recuperación de las tasas de crecimiento del ingreso, en la firme convicción de que cualquier grado de intervencionismo estatal en las relaciones mercantiles resulta indeseable.

Siguiendo las tendencias internacionales del momento, se concluía que cualquier intento de dirigir desde el Estado el proceso de generación de ingreso y de ahorro naufraga en un mar de corrupción e ineficiencia y, en particular, impone serias limitaciones al desarrollo de una industrialización impulsada por las exportaciones.

Desde entonces, las acciones concretas de la apertura se evidencian en el desmantelamiento de la estructura arancelaria, la descentralización del régimen cambiario, la eliminación de las barreras a la inversión extranjera, la creación de un banco central independiente, la reforma del sistema financiero, la reforma laboral, la introducción de un régimen mixto de pensiones y cesantías, y la privatización de empresas y activos estatales.

En fin, en el papel, Colombia ha contado con un completo menú de reformas estructurales que satisface plenamente las propuestas de los tanques de pensamiento y de las personas de acción pertenecientes a lo que John Williamson, del Instituto de Economía Inter-

nacional, ha llamado “la visión de Washington”. Además, Colombia promulgó una nueva Constitución Política en 1991, marcada decididamente por un afán legítimo de modernizar las instituciones de la democracia.

En materia de intervención estatal en la economía, la balanza del poder se alejó notoriamente del ejecutivo y puso en manos del Congreso la función de establecer las reglas del juego por medio de leyes estatutarias.

Pero, ¿qué ocurre hoy en día? Las cifras señalan una economía en proceso de ajuste, un desempleo alto y creciente, una inflación sorda, estable e inercial, un peso colombiano endureciéndose sin razón real, un tremendo problema fiscal y una economía ilegal, cuyo tamaño y racionalidad estratégica pertenecen al mundo de lo oscuro y de lo desconocido. Además, el país está en guerra. Vivimos una crisis política y una crisis de la política. La pobreza en el país rural y en el país urbano no cede y amenaza con hacerse más grande aún. Quizás, más que nunca antes en la historia, nuestro futuro inmediato se abre en dos opciones: el sendero de la modernidad o el del atraso.

Probablemente, algunos no comparten esta lógica de las cifras económicas y sociales y creen que las cosas marchan hacia lo mejor, que hay que apretar los dientes y perseverar en el ajuste, y que lo esencial es continuar fortaleciendo la arquitectura conceptual y de acción que venimos construyendo desde hace cerca de diez años.

Mucha gente también considera que el papel de nosotros, los llamados dirigentes gremiales, como actores del tinglado de la vida pública, consiste en expresar un constante pesimismo cuya intensidad depende de los intereses sectoriales particulares representados en cada gremio; ese no es mi caso, creo yo, pero mis anotaciones sí pueden estar sujetas a una evaluación crítica de esa naturaleza.

Tengo que decir, también, que por un asunto de tiempo y de énfasis no hago referencia a los numerosos factores positivos que, como dotación inicial para el juego del futuro, nos provee la historia, el acervo de bienes materiales e institucionales y las columnas modernizantes del edificio colombiano del presente, que las tiene y muy sólidas.

En mi opinión, los preocupantes datos económicos corrientes tienen mucho que ver con el hecho de que la práctica concreta de la política económica se ha caracterizado por un cierto “pragmatismo”, muy parecido a la vacilación y al desorden.

Esto, a su vez, explicaría por qué la adopción de una estrategia de apertura no parece fundada en una claridad conceptual ni política sobre las características de la institucionalidad colombiana; me refiero a la institucionalidad formal basada en la ley, a la institucionalidad informal basada en la ilegalidad, y a la institucionalidad real que se deriva de las expresiones culturales de la sociedad colombiana.

Esta falta de claridad, que no es otra cosa que un gran vacío de poder, se traduce en una gran indecisión sobre los sacrificios que impone un proceso de desarrollo y de modernización acelerado y de las relaciones que deben regir entre el Estado, la sociedad y los agentes del proceso económico. Falta claridad, por ejemplo, sobre la importancia de fortalecer el ahorro real y sobre el grado de centralización de las decisiones de canalización del ahorro hacia la inversión.

¿Cuál es la función que se quiere asignar al sector financiero –concebido como el conjunto de instituciones intermediarias– en el fortalecimiento del ahorro y en su canalización hacia la inversión? ¿Se desea que el sector financiero lleve la voz cantante en el traslado

del ahorro hacia las mejores decisiones de inversión, en condiciones de creciente liberalización y universalización? ¿O que sea más bien un mercado de capitales profundo, flexible y líquido el instrumento líder del proceso financiero? En este último caso, el sistema de intermediarios financieros debería hacerse cargo del manejo del sistema de pagos, fungir como vehículo de la política monetaria y crediticia, y ser un importante auxiliar de los procesos liderados por las instituciones y los instrumentos del mercado de capitales, concentrándose entonces en la financiación del capital de trabajo mediante operaciones crediticias de corto plazo y la ejecución de negocios generadores de comisiones y registrados fuera de balance. En este caso, también, el sector de intermediarios financieros debería sufrir una radical transformación estructural y procedimental, en comparación con sus tendencias actuales.

Una mirada a las ideas subyacentes a la reforma financiera que comenzó a finales de los años ochenta permite concluir que se desea un sector de intermediarios financieros cuya estructura de balance esté definida por decisiones empresariales privadas, descentralizadas y exentas de comandos administrativos originados en el Estado.

Al mismo tiempo, los estamentos líderes del pensamiento económico en Colombia claman por el rápido advenimiento de un verdadero mercado de capitales, cuya preeminencia en la función financiera del desarrollo implica también una gran descentralización de las decisiones y el predominio absoluto del mercado en la toma de decisiones sobre los proyectos prioritarios de inversión.

Resulta entonces una verdad de Perogrullo afirmar que la concepción colombiana de la función financiera es decididamente liberalizante. Pero esta toma de partido por el liberalismo financiero, para que sea eficaz como opción de poder real, debe ser congruente con la textura institucional colombiana.

El caso de las sociedades del sureste asiático resulta ilustrativo en este contexto. Países como Corea y Taiwan tienen una larga herencia autoritaria que les permitió canalizar parte de los recursos del ahorro hacia la inversión mediante acciones “desde arriba”. A mediados del siglo XX, estas sociedades iniciaron procesos de industrialización que evolucionaron desde etapas de sustitución de importaciones de productos intensivos en mano de obra, hasta la exportación de bienes con alto contenido tecnológico.

Como resultado de esta estrategia, países como Corea y Tailandia han mostrado un crecimiento promedio del 8% anual entre 1965 y mediados de la presente década. En general, el transcurso de las distintas etapas del desarrollo de las economías del sureste asiático y, por ende, de los niveles de crecimiento antes mencionados, se ha apoyado en una marcada tradición intervencionista, asociada tanto a la fuerte presencia estatal en materia de direccionamiento del sistema de precios, como a una estrecha relación entre el poder económico y el poder político.

Economías como la coreana, la taiwanesa, la tailandesa y la de Singapur permitieron un fortalecimiento paulatino de sus sectores productivos, estableciendo complejos sistemas de subsidios y ventajas de costos a cambio del estricto cumplimiento de metas exportadoras y estándares mínimos de calidad en la producción, escenario en el cual el Estado intervencionista no equivalía a un Estado paternalista. Este régimen de reciprocidades posibilitó la maduración del esquema productivo, siempre dentro de un sistema político fundamentalmente autoritario.

El sistema financiero se convirtió, entonces, en el principal soporte del esquema de reciprocidades y cumplió un papel vital en el desarrollo de esos países. Contrariamente a una propuesta de liberalización como la colombiana, el balance agregado del sistema financiero

estaba definido fundamentalmente por el gobierno, en concordancia con los objetivos del crecimiento económico.

Estas experiencias aportan, además, dos grandes enseñanzas en torno al desarrollo de propuestas de crecimiento económico en general y, particularmente, respecto del modelo aperturista. Por una parte, que los tiempos necesarios para la consolidación de estrategias de desarrollo superan ampliamente las rutinas de los cambios de gobierno, estrategias que deben pertenecer, en la práctica, a la cultura nacional. Por otra parte, que la propuesta de apertura económica y liberalización financiera, independientemente de su riqueza axiomática, no es la única vía hacia el crecimiento económico sostenido. El mercado *per se* no es omnipotente.

La ausencia de un verdadero compromiso estatal en torno al programa de apertura

Los responsables de consolidar una estrategia de desarrollo económico para Colombia parecen enfrentarse permanentemente, en la administración concreta del proceso, contra fuertes condicionantes y limitantes institucional-culturales y contra las implicaciones de sus propias decisiones pasadas. En esa lucha continua por la coherencia del programa, terminan recurriendo a un “pragmatismo” que negocia con los principios; se acude a la toma de decisiones, frecuentemente contradictorias con el mandato de la estrategia, lo que no corresponde con el verdadero pragmatismo de los líderes, definido por la filosofía como aquello “concerniente a las reglas del arte y de la técnica, derivadas de la experiencia y aplicables a ella”, según la definición kantiana. El tortuoso proceso de liberalización financiera de los noventa es un nítido ejemplo de ello.

La liberalización financiera trae consigo una tendencia al *boom* crediticio, con lo cual resulta indispensable un talante sumamente

austero en materia de gasto público, como garantía de la estabilidad macroeconómica. Pero la experiencia colombiana de los años noventa indica que en este país puede durar muy poco el mantenimiento de las decisiones estratégicas. De entrada, no ha habido nada parecido a la austeridad fiscal, no sólo por razones de ley superior, sino por designio de los responsables del manejo fiscal. Pocos meses después de promulgada la Ley 45 de 1990, la Junta Monetaria estableció un encaje marginal de 100% sobre las captaciones en el sistema financiero, con excepción de las de las corporaciones de ahorro y vivienda; decisión paradójica en un marco de liberalización.

Este dispositivo se mantuvo entre enero y septiembre de 1991, cuando fue sustituido por un considerable aumento de los encajes ordinarios sobre las cuentas corrientes. Así, en agosto de 1994, el encaje promedio sobre dichos depósitos era más alto que el existente en la fecha de expedición de la reforma financiera.

En octubre de 1991 la autoridad monetaria estableció un porcentaje mínimo de posición propia en moneda extranjera, lo cual, evidentemente, no es más que un exabrupto, inclusive dentro de las normas entonces existentes, en materia de supervisión prudencial de las instituciones financieras. Indudablemente, estas dos decisiones estatales se tornaron en franca y abierta contradicción con los principios rectores de la reforma financiera, en nombre de un pragmatismo muy mal entendido.

El aumento del encaje ordinario ocurrió simultáneamente con una radical disminución de los rendimientos de las operaciones de mercado abierto. Es necesario recordar que en 1991 las tasas de interés de las operaciones de mercado abierto llegaron a ser del 28% anual efectivo en términos reales, y que en 1992 las tasas de interés reales de los CDT a 90 días, durante algunas semanas por lo menos, fueron hasta de 5% negativas. En medio de un proceso de reforma finan-

ciera, de una reforma liberalizante de la política monetaria, de la consolidación inicial de una institución de banca central independiente, se registró una caída de 30 puntos en las tasas de interés en menos de un año.

Así, la nueva Junta Directiva del Banco de la República, la nueva autoridad monetaria instituida por la Constitución, en cuestión de semanas cambió radicalmente la orientación de la política y redujo el rendimiento de las operaciones de mercado abierto.

Exasperado por la lenta reacción de las tasas de interés del sector financiero, el banco central decidió intervenirlas administrativamente, estableciéndoles un límite máximo. Después, en marzo de 1994, el banco intervino sobre las cantidades: prohibió un aumento superior al 2,2% mensual en los activos de los intermediarios financieros.

Fue precisamente el talante de la política monetaria el causante del excesivo aumento de la cartera del sector financiero. Ante esta situación, el banco decidió entonces administrar el crecimiento del balance del sistema financiero dentro de una estrategia de consolidación de un paradójico marco financiero liberal, privatizado y descentralizado.

Más recientemente, hacia junio de 1995, la Junta volvió a exasperarse y estableció un nuevo control directo sobre las tasas de interés; sin embargo, la presión cambiaria causada por la detención de un alto funcionario del gobierno justificó, de nuevo, el mantenimiento de un elevado nivel general de las tasas de interés en Colombia.

Sinceramente, estos episodios “pragmáticos” de política monetaria y crediticia no pueden tomarse como señales contundentes de un

Estado comprometido con una determinada estrategia de desarrollo del sector financiero, o de cualquier otro sector.

Estos son sólo algunos ejemplos de la falta de compromiso efectivo de la dirigencia estatal con sus propios planteamientos estratégicos. Por ello, los colombianos debemos hacer una contundente autocrítica, especialmente en la dirigencia cultural y política, sobre la falta de compromiso general con los principios rectores de las estrategias económicas de largo plazo.

Son varios los campos de la acción estatal para los cuales sería posible mencionar ejemplos de un cortoplacismo que desdice del mantenimiento de reglas de juego estables para un sector privado cuya promoción, se dice, constituye uno de los fundamentos del gran programa nacional de desarrollo puesto en marcha a finales de la década pasada. Pero ésta no es la ocasión propicia para hacer tal inventario.

Con base en la experiencia colombiana, resulta lógico sostener que nuestros dilemas no giran en torno de mantener y ampliar la apertura y la internacionalización, o de cerrar la economía, subir los aranceles, e intervenir y administrar masivamente el sistema financiero. Las fuerzas que aquí deberían oponerse no son las del proteccionismo y el cierre contra las del liberalismo y la promoción del libre mercado. Eso está absolutamente claro. La controversia es más dura y difícil: está entre las fuerzas de la modernización y las del atraso. Quienes queremos una sociedad colombiana moderna y cosmopolita necesitamos un consenso fundamental entre las diversas fuerzas sociales. Si este consenso no se promueve y se consolida, podrían venir iniciativas autoritarias que quisieran imponer, desde arriba, el destino de esta nación. Yo prefiero, irreductiblemente, la alternativa democrática.

El primer capítulo del consenso que requerimos tiene que ver con la necesidad de un gran empujón cultural que ponga la ley en su sitio y la aleje del estado de inocuidad que hoy la caracteriza.

El segundo capítulo tiene que ver con la necesidad de un acuerdo colectivo sobre la urgente terminación de la guerra interna. Esto significa que los colombianos debemos reconocer que las prioridades del fortalecimiento militar y las de una política de gasto público social deben imponerse sobre las otras muchas necesidades del país.

El tercer capítulo se refiere a la necesidad de hacer una revolución fiscal que consiga la viabilidad de las finanzas públicas, sin que por ello se golpeen la democracia local y la descentralización administrativa. A veces se escuchan voces facilistas que señalan simplemente que la mejor forma de salir del problema estructural que en materia fiscal tiene este país, es dar marcha atrás en el proceso de descentralización; peligrosa posición política y cultural esta.

El cuarto capítulo, estrechamente relacionado con el anterior, tiene que ver con la urgencia de aumentar drásticamente los niveles relativos de ahorro como requisito *sine qua non* de cualquier estrategia de desarrollo sostenido. Pero lograr un aumento permanente del ahorro, como parte del ingreso nacional, supone la presencia de señales claras relativas al camino que hay que tomar. En la década del noventa no existe evidencia contundente de que las autoridades estén mirando decididamente hacia un norte claro de largo plazo; todo está dispuesto en las normas, la realidad plana de las leyes está ahí, pero la realidad compleja de tipo social, cultural y político es muy mediocre.

El quinto capítulo está relacionado con la necesidad de una revolución en las instituciones de educación formal en todos los niveles.

Dudo que aun el más optimista crea que existe el mínimo acuerdo necesario sobre el contenido concreto de estos factores. El aparato estatal en conjunto, sus dirigentes y todos los ciudadanos dedicados al trabajo intelectual y cultural deberían reconocer que ninguno de los anteriores acuerdos fructificará como tal, ni tendrá suficiente

impacto sobre la realidad a la vuelta de unos pocos meses, ni siquiera de unos pocos años.

La coyuntura económica

Resulta absolutamente indispensable examinar y replantear todos los aspectos de la política económica de corto plazo. Aquí es donde tenemos una controversia que debería hacerse pública, obviamente contando con la indudable ilustración y sabiduría de nuestras autoridades económicas, sobre la necesidad de revisar lo que está pasando en materia de política económica de corto plazo. En particular, frente a la amenaza de un creciente desempleo y de un largo período de debilidad del aparato productivo, se impone un nuevo acuerdo entre las autoridades estatales involucradas, y entre éstas y los líderes del sector privado, pues éste no puede ser ajeno ni a los condicionamientos de una nueva estrategia de manejo de corto plazo, ni a los sacrificios que esa nueva estrategia implicaría para proporcionar una inmediata reactivación de la economía nacional.

La prioridad más acuciante es la reactivación de la economía nacional. No creo que la sabiduría en el manejo de los factores de la actual coyuntura consista simplemente en insistir en el establecimiento de un ajuste fiscal inmediato para resolver todas las cosas que andan mal; al contrario, considero que las finanzas públicas deberían desempeñar un papel estelar en la solución del evidente sobreajuste que se ha producido en el manejo de algunas de las variables macroeconómicas claves.

Un país amenazado por tendencias recesivas continuadas, por una desocupación en ascenso y por un enemigo tan peligroso como la guerra, no es un país que facilite la búsqueda de nuestros consensos históricos más urgentes.

Miguel Urrutia Montoya
Gerente general del Banco de la República

El presidente de la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras, Asobancaria, recientemente declaró que la política económica del Banco de la República es un fracaso. El principal fracaso de esta política es, sin duda, que en 1996 la inflación vaya a aumentar cinco puntos más de lo previsto en las metas del banco central. En este sentido hay un fracaso, y obviamente el banco tiene que tomar este desarrollo reciente de la inflación como una cosa muy seria.

Veamos las alternativas de la política monetaria: si la inflación sobrepasó en cinco puntos la meta, una alternativa obvia sería endurecer la política monetaria. Eso implicaría un aumento en las tasas de interés por encima de su nivel actual y una mayor revaluación, debido al efecto de las mayores tasas de interés sobre los flujos de capital.

Esa opción, aunque técnicamente justificada, ha sido una vía que no ha adoptado la Junta Directiva del Banco de la República. La junta tomó la decisión de no compensar los choques de los precios relativos con una mayor reducción en la demanda de la que ya se estaba dando. Podría sostenerse que el problema de las tarifas de los servicios públicos no se puede solucionar disminuyendo la demanda agregada en la economía. Este problema y el de las matrículas de la educación —que son las razones por las cuales la inflación superó

las metas— no tienen que ver de manera directa con la demanda agregada de la economía. Si disminuye suficientemente esta demanda, probablemente el resto de los precios bajará y compensará la ineficiencia del sector de servicios públicos, pero es un poco costoso.

Algunos observadores, al contrario, han sugerido una política monetaria más laxa, lo cual es una posición radicalmente diferente de la anterior. Recomiendan más liquidez para la economía y una disminución sustancial en las tasas de interés.

¿Cuál sería el resultado de esa opción? Claramente, una mayor inflación. Si ya está creciendo la inflación por encima de la meta y se volviera mucho más laxa la política monetaria, obviamente, en un período no muy largo, aumentaría aún más la inflación.

Hay que recordar que la inflación deteriora el salario real, y si el banco central y el gobierno fijaron las metas de inflación, tienen el deber de lograr dichas metas, pues con base en las proyecciones que presentaron se negociaron los salarios y, por tanto, sería muy grave promover un aumento de la inflación que deteriorará los salarios reales.

Por otra parte, una mayor inflación también reduce la competitividad de la economía, al subir los costos por encima de la tasa de cambio. En este campo, la política del Banco de la República ha estado concentrada en el mecanismo de la banda cambiaria, que se ha logrado sostener, aun en un año de mucha incertidumbre en el país como el presente. Se defendió la banda en el techo cuando algunos observadores estaban anunciando que esperaban una situación cambiaria de crisis, como en algunos países de América Latina, pero el banco central pudo mantener la tasa cambiaria dentro de la banda, cumpliendo así con lo que había prometido en esta materia.

Sin embargo, lo que no se ha cumplido es la tasa de inflación esperada. Además, la falta de competitividad que se genera en la economía se ha debido primordialmente al aumento de la inflación por encima de la meta. Cada vez que los costos aumentan más rápidamente –a través de aumentos en los salarios y en los costos de los bienes no transables– y la tasa de cambio se devalúa, se pierde competitividad.

Otra alternativa a la actual política, que apoyan algunos, es la solicitud de que el Banco de la República intervenga para devaluar con mayor rapidez. Hay que recordar que esto sólo lo puede hacer el banco comprando divisas, y en el mecanismo de cualquier economía, la compra de divisas por el banco central implica emisión. Cada vez que el banco compra dólares emite pesos al mercado monetario, precisamente para hacer esas compras.

El grado de intervención de un banco central en la tasa de cambio está condicionado por la política monetaria y por el esfuerzo por controlar la inflación. El Banco de la República ha intervenido recientemente sobre la tasa de cambio; ha comprado divisas dentro del esquema de evitar fluctuaciones excesivas en dicha tasa. Los bancos centrales no pueden fijar la tasa de cambio, pero sí pueden tratar de evitar burbujas especulativas en ella. Desde el 1º de octubre hasta el 6 de noviembre, el Banco de la República había comprado US\$84 millones en el mercado cambiario. Estas compras se hacen a través de los intermediarios financieros y pasan por el mercado cambiario computarizado que funciona hoy en Colombia.

La tasa de cambio es, entonces, un precio determinado por la oferta y la demanda de divisas. La autoridad no puede fijar la tasa de cambio de la misma manera que la autoridad en general no es muy exitosa con los controles de precios. Lo que sí puede hacer, y lo ha hecho desde que se estableció el sistema de bandas cambiarias, es

intervenir para evitar las burbujas especulativas. Se tuvo éxito en evitar la especulación a partir de agosto del año pasado, y en general las intervenciones del banco sí han logrado una menor volatilidad en la tasa de cambio, lo cual les brinda un cierto grado de seguridad a los empresarios privados.

La banda cambiaria es un mecanismo eficiente para evitar las burbujas especulativas. Su teoría es muy simple: si la banda es creíble –y la colombiana lo es, dado que ha funcionado por un período relativamente largo–, cuando los operadores ven que la banda está llegando al tope y saben que el Banco de la República la va a defender, se convencen de que no hay peligro de una mayor devaluación y, entonces, baja la demanda por divisas. ¿Por qué los operadores del sector privado colombiano pueden estar seguros de que el banco va a defender la tasa de cambio en el tope de la banda? El hecho es que el Banco de la República tiene unos US\$8.200 millones en reserva y está en capacidad de venderle al público una cantidad suficiente de dólares para que la tasa de cambio no sobrepase la banda. Eso ocurrió de manera clara cuando la banda estuvo en el techo.

Cuando la banda se acerca al piso, pasa lo contrario: todos los operadores saben que no va a haber más revaluación, y que la tasa de cambio sigue igual, o se va a devaluar; porque lo único que puede hacer la tasa de cambio cuando está cerca del piso de la banda es devaluarse. En la situación actual, queda claro que el endeudamiento en dólares implica la tasa de interés en dólares más la devaluación definida por la banda, como mínimo. La devaluación muy probablemente será superior, porque lo único que puede hacer la tasa de cambio cuando está cerca del piso es subir. El sistema de bandas cambiarias, por sí solo, ayuda a evitar las burbujas especulativas y le da cierto grado de estabilidad a la tasa de cambio.

En resumen: no veo alternativa clara a la actual política monetaria y cambiaria. Creo, eso sí, que en materia de inflación los efectos positivos de la actual política monetaria se verán primordialmente en 1997. Los choques de los precios públicos no se pueden repetir y en el caso de las tarifas de los servicios públicos, parece que ya hay una política gubernamental acordada para hacer ajustes que mantengan la viabilidad de las empresas, pero que no impliquen los aumentos desmedidos que se produjeron en 1996.

Una última alternativa que han sugerido algunos es abandonar la lucha contra la inflación. Se argumenta que a Colombia le ha ido bien con una inflación del 24 o 25% en los últimos 20 años, pero yo creo lo contrario: la tasa de crecimiento ha sido mediocre e insuficiente para reducir el nivel de pobreza en el país y la inflación se relaciona con eso. Ningún país con inflación de dos dígitos, excepto Botswana, ha crecido a más del 3% per cápita en las últimas décadas. No existe ejemplo internacional de rápido crecimiento económico con alta inflación. Tanto la teoría económica como la experiencia internacional muestran una relación negativa entre inflación y crecimiento: a mayor inflación, menor crecimiento. Colombia es una nación especial, pero dudo mucho que logre ser el único país del mundo que pueda crecer con alta inflación.

Los estudios realizados en Colombia también han demostrado empíricamente que hay una relación negativa entre inflación y crecimiento. Toda la evidencia va en contra de la idea de abandonar la lucha contra la inflación. El intento de bajar paulatinamente la tasa de inflación –como siempre ocurre en la política económica, el gradualismo–, durante un período más o menos largo, conduce a lograr tasas de inflación de estándar internacional. No hay que estar satisfechos con la mediocridad: para crecer rápidamente y reducir la pobreza, se debe derrotar la inflación.

SEGUNDA SESION

REFORMA DEL SECTOR FINANCIERO EN
COLOMBIA: ¿DONDE ESTAMOS?

Alberto Carrasquilla*
Gerente técnico del Banco de la República
Juan Pablo Zárate*
Economista del Banco de la República

* *Las opiniones son de los autores y no comprometen a la entidad para la cual trabajan actualmente.*

Introducción

Desde finales de la década de los años ochenta el sector financiero colombiano ha estado sometido a un proceso de reforma normativa, el cual ha modificado de manera importante el entorno en el cual opera. Las reformas han ampliado el rango disponible de operaciones tanto por el lado activo como por el lado pasivo del balance, han introducido y perfeccionado instrumentos de regulación prudencial y han modificado las posibilidades de reacción y fusión de entidades. Estas reformas específicas al sector financiero han estado acompañadas de medidas en otros frentes, como el de la inversión extranjera y la regulación en materia cambiaria, los cuales también han tenido efectos importantes sobre el rango de operación del sector financiero.

El objetivo de este documento es comenzar a analizar y discutir el efecto de las medidas que se pueden denominar de “reforma” del sector financiero en Colombia. En la primera parte se hace una presentación de lo que han sido las principales reformas ocurridas. En la segunda sección se estudian los efectos que la literatura económica plantea como asociados con un proceso de reforma de este tipo. En la tercera parte se presenta una discusión en torno de tres

características esenciales del desarrollo a largo plazo del sector financiero en Colombia y se examina la hipótesis según la cual las reformas los han modificado de manera importante. En la cuarta parte se pasa al tema de la eficiencia del sector y la manera como esta variable ha cambiado tras las medidas de reforma financiera. Por último, se presentan las conclusiones del estudio.

Reforma financiera: descripción

Medidas básicas

En esta sección se hace un esfuerzo por presentar, de manera simple, las medidas más importantes tomadas a partir de finales de la década de los ochenta, así como el cambio en los principales indicadores del sector desde 1990 hasta 1995.

Desde esa época se han realizado varias reformas al funcionamiento del sistema financiero, con el fin de disminuir y aclarar la intervención de las autoridades económicas en el sector financiero, a la vez que se intentaba ampliar la competencia entre las firmas del sector, y del sector con los intermediarios del resto del mundo.

Como se verá en los cuadros 1 a 6, la reforma del sistema financiero se basó en los siguientes objetivos:

1. *Liberar las tasas de interés que estaban permanentemente controladas por parte de la autoridad económica.* En este contexto las tasas de las cuentas de ahorro en pesos, así como las tasas pasivas y activas de las CAV, que antes las establecía la autoridad monetaria, ahora las fija el mercado. Así mismo, se limitó la capacidad del Banco de la República para intervenir las tasas de interés a 180 días al año. Cosa similar ocurre con los controles

cuantitativos sobre el crédito del sector al resto de la economía, los cuales pasan de ser una posibilidad no delimitada a discreción de las autoridades, a tener límites también precisos.

Cuadro 1
Tasas de interés

Antes de la liberación	1996
*Tasas controladas permanentemente	*Tasas controladas permanentemente
– Depósitos de ahorros	Ninguna
– Tasas activas y pasivas de las CAV	
*Límite para el control administrativo de otras tasas	*Límite para el control administrativo de otras tasas
Ninguno	180 días por año
*Prohibido el anatosismo	*Permitido el anatosismo

2. *Disminución en la especialización de los intermediarios, tanto en la parte pasiva como en la activa del balance de los establecimientos de depósito y crédito.* En este aspecto se permitió que las corporaciones de ahorro y vivienda captaran con CDT en pesos y UPAC a todos los plazos y, a la vez, que todos los intermediarios financieros captaran a través de cuentas de ahorro en pesos.

En la parte activa del balance de los intermediarios financieros, se permitió que las CAV prestaran cartera comercial y de consumo denominada en pesos, al tiempo que a los demás intermediarios se les permitió tener cartera hipotecaria. Igualmente, se liberaron los plazos de los créditos de los bancos y de las compañías de financiamiento comercial, permitiendo que se fijaran en los respectivos mercados.

3. *Simplificación de las normas de encaje e inversiones forzosas.* En este tercer frente, la reforma se materializa en el desmonte gradual de gran parte de las inversiones forzosas, así como de las

Cuadro 2
Actividades permitidas a los intermediarios

Antes de la liberalización	1996
<p>Operaciones activas CAV -Crédito hipotecario denominado en UPAC</p>	<p>Operaciones activas CAV - Crédito hipotecario denominado en UPAC - Crédito hipotecario denominado en pesos - Crédito comercial y de consumo denominado en pesos</p>
<p>CORPORACIONES FINANCIERAS - Crédito sectorial de largo plazo denominado en pesos (agricultura, minería, manufacturas, hotelería) Inversiones en el sector real por 80% del patrimonio</p>	<p>CORPORACIONES FINANCIERAS - Crédito hipotecario denominado en UPAC - Crédito hipotecario denominado en pesos - Crédito comercial y de consumo denominado en pesos - Inversiones en el sector real por 80% del patrimonio</p>
<p>BANCOS - Crédito comercial y de consumo de corto plazo denominado en pesos</p>	<p>BANCOS - Crédito hipotecario denominado en UPAC - Crédito hipotecario denominado en pesos - Crédito comercial y de consumo denominado en pesos</p>
<p>CIAS. DE FINANCIAMIENTO CIAL. - Crédito comercial y de consumo de corto plazo denominado en pesos</p>	<p>CIAS. DE FINANCIAMIENTO CIAL. - Crédito hipotecario denominado en UPAC - Crédito hipotecario denominado en pesos - Crédito comercial y de consumo denominado en pesos</p>
<p>Operaciones pasivas CAV Ahorro ordinario Ahorro en UPAC -CDT UPAC (> seis meses)</p>	<p>Operaciones pasivas -CAV -Ahorro ordinario -Ahorro UPAC -CDT UPAC -CDT en pesos</p>
<p>CORPORACIONES FINANCIERAS -CDT denominados en pesos</p>	<p>CORPORACIONES FINANCIERAS -Ahorro en pesos -CDT en pesos</p>
<p>BANCOS -Cuentas corrientes -Cuentas de ahorro en pesos -CDT denominados en pesos</p>	<p>BANCOS -Cuentas corrientes -Cuentas de ahorro en pesos -CDT denominados en pesos</p>
<p>CIAS. DE FINANCIAMIENTO CIAL. -Pagarés</p>	<p>CIAS. DE FINANCIAMIENTO CIAL. -Ahorro en pesos -CDT en pesos</p>

llamadas inversiones sustitutivas del encaje, las cuales son simplemente una manera de remunerar el requisito y aligerar la carga impositiva implícita. Se eliminaron los encajes remunerados (a través de inversiones sustitutivas) y sólo se dejaron dos tipos de inversiones sustitutivas: a) las inversiones en títulos clases A y B de Finagro, con tasas de interés muy cercanas a las del mercado (DTF menos dos puntos y DTF menos cuatro puntos, respectivamente) y que son una proporción fija de los depósitos de las distintas entidades; b) La cartera en la llamada vivienda de interés social. Estas inversiones están atadas a la evolución de la cartera hipotecaria convencional de las CAV.

En los cuadros 3, 4 y 5 se puede observar lo que se ha hecho en este frente, en el caso de bancos, corporaciones de ahorro y vivienda, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial, respectivamente. En la primera columna se muestran los aspectos básicos de la regulación vigente en 1990 y en la segunda se registra la situación actual.

La política de encajes propiamente dicha ha buscado disminuir de manera importante la dispersión normativa vigente hacia 1994 y crear un marco de largo plazo para determinar la política en este frente. En la actualidad, el régimen tiende a una tabla provista de dispersiones muy bajas respecto de lo que se hacía tradicionalmente en el país, así como con niveles de encaje comparables con los vigentes en países similares.

4. *Capitalización del sector.* Durante los años de la reforma financiera se tomaron decisiones en tres aspectos. Como primera medida, las leyes 35 y 45 definen mecanismos claros de condicionamiento atinente a la creación y fusión de entidades del sector, bajo la premisa organizadora de que el sistema financiero debía tender hacia un sistema en el cual los servicios se dividieran en

Cuadro 3
Encajes e inversiones forzosas en bancos

	1990	1996
AHORRO PRIVADO	40,9	17
Encaje	30,0	10
- Efectivo	0,5	10
- Inversión sustitutiva	29,5	-
Inversión forzosa	10,9	7
AHORRO PUBLICO	57,0	17
Encaje	53,0	10
- Efectivo	53,0	10
- Inversión forzosa	4,0	7
CDT	21,9	14
Encaje	10,5	7
- Inversión sustitutiva	10,5	7
Inversión forzosa	11,4	7
CUENTA CORRIENTE PRIVADA	56,9	28
Encaje	39,0	21
- Efectivo	28,2	21
- Inversión sustitutiva	10,8	-
Inversión forzosa	17,9	7
CUENTA CORRIENTE PUBLICA	68,7	28
Encaje	53,0	21
- Efectivo	50,1	21
- Inversión sustitutiva	2,9	-
Inversión forzosa	15,7	7

los puramente bancarios y aquellos más ligados a la banca de inversión, la fiducia, etc. En este contexto, el principio organizador es el de las filiales. En segundo lugar, se cambió la forma de cálculo del capital requerido para cumplir la relación de solvencia, adecuándose a patrones internacionalmente aceptados. Partiendo de una normativa basada en la relación de depósitos a patrimonio, se pasó al esquema de Basilea, según el cual el punto de partida son los activos de riesgo y su relación con el patrimonio técnico. En segundo lugar, una vez cambiado el indicador de solvencia, se fueron incrementando los requisitos de capital,

Cuadro 4
Encajes e inversiones forzosas de CAV

	1990	1996
CDT hasta tres meses	10,0	8
Encaje	10,0	
Inversión sustitutiva	10,0	
Inversión forzosa		1
CDT de tres a seis meses	2,5	8
Encaje	2,5	7
Inversión sustitutiva	2,5	
Inversión forzosa		1
CDT de seis a doce meses	1	8
Encaje	1	7
Inversión sustitutiva	1	
Inversión forzosa		1
Ahorro en UPAC	4	11
Encaje	1	10
Inversión forzosa	3	1
Ahorro en pesos	15	11
Encaje	15	10
Efectivo	6	10
Inversión sustitutiva	9	
Inversión forzosa	3	1

Cuadro 5
Encajes e inversiones forzosas de
corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial

	1990	1996
CDT hasta tres meses	10,5	14
Encaje	10,5	7
Inversión sustitutiva	10,5	
Inversión forzosa		7

superando incluso las normas sugeridas por el mismo comité de Basilea.

5. *Endeudamiento externo e inversión extranjera en el sector.* En este tema, durante el período analizado se buscó incrementar la compe-

Cuadro 6
Requisitos de capital

	Antes de la reforma (%)	1996 (%) de los activos de riesgo
Bancos	10,00 de los depósitos	11,1
CAV	3,85 de los activos de riesgo	11,1
Corp. financieras	10,00 de los depósitos	11,1
Cías. de finan. cial.	10,00 de los depósitos	11,1

tencia para el sistema financiero nacional a través de una mayor presencia de bancos extranjeros y del mayor capital extranjero en la banca nacional. En este contexto se eliminaron los límites a la entrada del capital extranjero al sistema financiero nacional, que estaba restringida al 49% del capital antes de la liberalización.

Así mismo, se flexibilizaron las normas de endeudamiento externo de los agentes nacionales, permitiéndose la libre contratación de créditos con bancos extranjeros. Sin embargo, esta medida se ve afectada por la normatividad en materia de los requisitos de depósitos para diverso tipo de créditos externos, actualmente con plazo de tres años o menos.

Cuadro 7
Régimen contable y de supervisión

Antes de la reforma	1996
*Ajustes por inflación -Inexistentes	*Ajustes por inflación -Activos no monetarios -Patrimonio
*Valoración de inversiones -Valor en libros -Superávit	*Valoración de inversiones -Valor a precios de mercado
*Coeficiente de provisión -Inexistente	*Coeficiente de provisión -Se establece una relación mínima de provisiones/cartera vencida *Se establece el Plan Único de Cuentas

6. *Modificaciones en la contabilidad y regulación.* Con la liberalización financiera, se tomaron medidas para ajustar los balances de los intermediarios a fenómenos de cambio en el precio de los activos fijos, así como el cambio en los precios de las inversiones del sector. De igual manera, al tiempo con la liberalización, se hicieron más rígidas las normas sobre provisiones y cartera vencida.

Desempeño del sector: una mirada rápida

En lo que respecta a los indicadores de desempeño del sector financiero, los hechos más destacados son el incremento en los márgenes financieros brutos, con respecto al activo, y la mayor capitalización del sector, medido a través de las relaciones de endeudamiento y de solvencia.

Para observar estos desarrollos de manera clara, se seleccionaron algunos indicadores pertinentes y se elaboró el cuadro 9 y la descomposición del mismo en los cuadros 9.1-9.4. Primero, obsérvese que la relación entre margen operativo bruto y activo promedio se incrementa en los intermediarios diferentes de las compañías de financiamiento comercial. Por su parte, la relación de activos de riesgo a patrimonio cae para todas las clases de intermediarios. La relación de endeudamiento, por su parte, disminuye en todos los sectores, con excepción de las CAV.

Finalmente, la calidad de los activos del sector parece haber mostrado una mejoría en el quinquenio, ya que la relación de activos improductivos a patrimonio se mantuvo estable para el consolidado del sector, a pesar del endurecimiento de las normas sobre cartera morosa. Este comportamiento es especialmente válido en el caso de los bancos y de las CAV que redujeron su relación de activos improductivos sobre activo, mientras que en el caso de las corporaciones financieras y las compañías de financiamiento comercial, este indicador aumentó.

Cuadro 8
Régimen de provisiones

Antes de la reforma	1996
<p>* Cartera vencida > 12 meses</p> <p>* Provisiones: 100% > 12 meses</p>	<p>* Cartera vencida</p> <ul style="list-style-type: none"> - Hipotecaria > 4 meses - Comercial > 4 meses - Consumo > 3 meses <p>* Provisiones</p> <ul style="list-style-type: none"> - Hipotecaria <ul style="list-style-type: none"> 1% de 1 a 4 meses 20% de 4 a 6 meses 50% de 6 a 12 meses 100% > 12 meses - Comercial <ul style="list-style-type: none"> 1% de 1 a 2 meses 20% de 2 a 4 meses 50% de 4 a 12 meses 100% > 12 meses - Consumo <ul style="list-style-type: none"> 1% de 1 a 2 meses 20% de 2 a 3 meses 50% de 3 a 6 meses 100% > 6 meses

¿Para qué la reforma? Síntesis de la literatura

Trabajos básicos

Los esfuerzos normativos descritos anteriormente se complementan con un aspecto adicional, dado por el hecho de que el desmonte del Decreto Ley 444, a través de la Ley 9 de 1991 y la resolución JDBR 21 de 1993, determina que el mercado cambiario en Colombia pasa de ser un monopolio en poder del banco central, a un sistema interbancario. Este mercado ha crecido de manera importante, llegando hoy a transacciones promedio de unos US\$120 millones diarios.

Cuadro 9
Evolución de los intermediarios financieros. Total sistema

	1990	1995
Activos improductivos/activo promedio	1,37	1,30
Pasivo/patrimonio (veces)	9,36	6,87
Margen operativo/activo	2,53	3,84
Activos de riesgo/patrimonio (veces)	10,87	n.d.

Cuadro 9.1
Evolución de los intermediarios financieros. Bancos

	1990	1996
Activos improductivos/activo promedio	1,21	0,90
Pasivo/patrimonio (veces)	8,16	7,26
Margen operativo/activo	2,55	4,89
Activos de riesgo/patrimonio (veces)	8,84	6,75

Cuadro 9.2
Evolución de los intermediarios financieros. CAV

	1990	1996
Activos improductivos/activo promedio	2,77	2,30
Pasivo/patrimonio (veces)	18,60	13,84
Margen operativo/activo	1,97	3,09
Activos de riesgo/patrimonio (veces)	9,39	9,68

Cuadro 9.3
Evolución de los intermediarios financieros. Corp. financieras

	1990	1996
Activos improductivos/activo promedio	0,35	1,18
Pasivo/patrimonio (veces)	6,55	3,91
Margen operativo/activo	2,68	5,28
Activos de riesgo/patrimonio (veces)	10,22	6,41

Cuadro 9.4
Evolución de los intermediarios financieros. Comp. finan. cial.

	1990	1996
Activos improductivos/activo promedio	1,33	2,71
Pasivo/patrimonio (veces)	11,18	8,28
Margen operativo/activo	3,53	2,40
Activos de riesgo/patrimonio (veces)	9,37	7,03

Los posibles efectos de la reforma financiera, entendida globalmente y en el sentido descrito, sobre el crecimiento de la economía han sido un tema de gran interés desde la década de los años setenta y los influyentes libros de McKinnon y Shaw¹. El concepto básico en esa literatura, analizado en numerosas ocasiones a lo largo de los años en este simposio, es el de represión financiera. Según Shaw:

“Las distorsiones de los precios en el mercado financiero, incluyendo tasas de interés y tipos de cambio, reducen la tasa de crecimiento real y el tamaño real del sector financiero en relación con las variables no financieras. En todos los casos esta estrategia ha detenido o retardado seriamente el proceso de desarrollo económico”.

El mecanismo esencial surge a través de la relación negativa entre la tasa de interés y el ahorro. Los mecanismos tradicionales y ampliamente utilizados de control y manipulación administrativa de la tasa de interés reducen el flujo de ahorro y comprimen, por identidad, el lado activo del balance del sector financiero, afectando el volumen de recursos disponibles para la inversión².

-
1. Los textos clásicos son: R. I. McKinnon (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution. E.S. Shaw (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press.
 2. Ver, por ejemplo, D.J. Mathieson (1980), “Financial Reform and Stabilization Policy in a Developing Economy”, *Journal of Development Economics* (Vol. 7), para una formalización tradicional del punto.

Los modelos modernos que analizan la relación entre crecimiento y sector financiero van más allá del planteamiento anterior. Primero, intentan explicar el papel del sector financiero y derivar de esta explicación su papel en el proceso de crecimiento. Segundo, distinguen con mayor claridad efectos sobre la cantidad de ahorro y efectos sobre la calidad de la inversión. En este tipo de modelos, la tasa de crecimiento de la economía es endógena, el sector financiero también surge endógenamente y cumple un papel específico. Esto contrasta con los modelos anteriores, en los cuales la tasa de crecimiento es exógena y no depende en nada de la existencia del sector financiero ni de su grado de eficiencia.

Estos modelos parten de examinar las opciones de manejo de portafolio de un consumidor típico, quien trabaja durante sólo una parte de su vida. Sin un sistema financiero, el agente tiene dos posibilidades para manejar sus ahorros: puede tener efectivo o puede comprar capital.

Diversos modelos han planteado un mecanismo sencillo para explicar lo que ocurre con un sistema financiero y sin él y, por ende, para justificar el punto de que un sistema financiero mejora las perspectivas de crecimiento. Una vez establecido este punto, se puede pasar a analizar por qué un sistema más libre permite capitalizar estas oportunidades mejor que un sistema más reprimido³.

En estos modelos el consumidor trabaja el primer período y tiene incertidumbre en torno de si vive uno o dos períodos adicionales. Las opciones abiertas son dos: puede comprar capital, que madura dos períodos más adelante, o guardar efectivo. En la medida en que hay incertidumbre en torno de si, en efecto, vive dos períodos más adelante y logra cosechar su inversión, la compra de capital tiene un riesgo.

3. Dos trabajos en esta dirección son: J. Greenwood y B.D. Smith (1993), "Financial Markets in Development and the Development of Financial Markets" (mimeo, University of Rochester). R. Levine (1993), "Financial Structures and Economic Development", *Revista de Análisis Económico* (Vol. 8, junio).

En este esquema, la aparición de un sistema financiero soluciona el problema en la medida en que permite el siguiente arreglo: todos los individuos guardan su ahorro en depósitos bancarios. Una vez que conocen su “tipo” (esto es, tipo 1 si viven un período o tipo 2 si viven dos períodos adicionales) los agentes retiran sus depósitos o los mantienen en el banco. En este contexto, si el banco conoce la distribución general de la población, desconociendo el tipo de cada agente particular, es claro que guardará reservas bancarias iguales a los retiros esperados al cabo del primer período y el resto lo guarda en forma de capital. De esta manera, ningún agente tipo 1 pierde recursos y todos los agentes tipo 2 reciben el retorno al capital⁴.

Lo que hace el sistema financiero en estos modelos es solucionar un problema agregando un número grande de individuos provistos individualmente de un alto grado de incertidumbre, pero provistos en conjunto de un grado mucho menor de incertidumbre. La presencia del sistema financiero en este tipo de modelos evita que un volumen de recursos útiles para la inversión se malgaste. Sin sistema financiero muchos agentes tipo 1 no pueden administrar hasta la maduración el capital que compran con su ahorro y muchos agentes tipo 2 colocan en efectivo recursos que habrían preferido colocar en capital.

Por “sistema financiero” se entiende no sólo el sistema bancario tradicional, sino el mercado de acciones. Es claro que comprar acciones evita el problema debido a que los tenedores pueden venderlas una vez que conocen su tipo específico. El mercado de acciones (la bolsa) y el sistema bancario tradicional reducen dos tipos de riesgos: los riesgos de liquidez y los riesgos de productividad.

Los riesgos de liquidez se asocian con inversiones en activos que no son liquidables en el momento en que el tenedor así lo desea. En el

4. El esquema básico se deriva de D.W. Diamond y P.H. Dybvig (1983), “Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity”, *Journal of Political Economy* (Vol. 91, junio).

caso anterior, se supone que el capital conlleva un riesgo de liquidez y que dicho riesgo es el factor esencial que limita la inversión y el crecimiento. El riesgo de productividad surge del hecho de que el capital es un bien heterogéneo y que cada tipo de capital tiene un rendimiento específico incierto. Las entidades financieras permiten diversificar y reducir ambos tipos de riesgos, induciendo mayores volúmenes de inversión en capital.

En particular, otros autores enfatizan fuentes alternativas a las anteriores mediante las cuales el sistema financiero puede generar crecimiento endógeno, como por ejemplo, el hecho de que el sistema financiero al agregar recursos de muchos ahorradores y recoger información puede elevar la productividad del capital, asignando recursos a los proyectos más eficientes⁵.

Una mayor liberalización del sistema financiero conlleva mayor desarrollo del mismo y permite lograr los efectos antes descritos. M. Pagano ha formalizado el punto a través de una sencilla expresión. Primero, la función de producción de la economía está dada por:

$$y = Ak \quad (1)$$

donde y es el producto per cápita, A el estado de la tecnología y k el stock de capital per cápita. La tasa de crecimiento de la economía está dada por:

$$\gamma = s\mu A - \delta \quad (2)$$

con γ la tasa de crecimiento, s la tasa de ahorro y δ la tasa de depreciación del capital; por último, en el proceso de traslado del ahorro

5. J. Greenwood y B. Jovanovic (1993), "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income", *Journal of Political Economy* (Vol. 98, octubre).

hacia la inversión, o lo que se llama la intermediación, la economía pierde una fracción ($1-\mu$) de los recursos totales ahorrados.

La manera como un proceso de liberalización afecta el crecimiento se da a través de tres mecanismos específicos:

1. *Efectos de eficiencia.* La mayor competencia puede reducir las pérdidas de eficiencia dentro del proceso de intermediación (elevar μ) y afectar positivamente el crecimiento económico.
2. *Efectos de asignación de recursos.* A medida que los recursos del sistema financiero son asignados a través de mecanismos de mercado, estos recursos pueden asignarse de manera más eficiente hacia las actividades e inversiones de una mayor rentabilidad social. El sistema financiero puede tener economías de escala en la evaluación, el ordenamiento y el monitoreo de los proyectos que se financian con los recursos de la sociedad.
3. *Efectos sobre la tasa de ahorro.* Los efectos de la liberalización financiera sobre el ahorro privado son ambiguos. Por una parte, la apertura financiera debe tener un efecto sobre la eficiencia marginal de los recursos del mercado, lo que tiende a aumentar las tasas de interés y, por otra, elimina las restricciones al crédito y al gasto de los hogares, a la vez que disminuye las necesidades de acumulación de activos líquidos, con motivos precautelativos.

El efecto del incremento en la tasa de interés sobre el ahorro es ambiguo, ya que un incremento en la tasa de interés aumenta el precio del consumo presente con respecto al consumo futuro (efecto sustitución), lo que aumenta el ahorro, al tiempo que incrementa la frontera de posibilidades de consumo tanto en el presente como en el futuro (efecto ingreso), lo que disminuye el ahorro.

Por su parte, la eliminación de las restricciones al crédito y la disminución del ahorro por motivos precautelativos llevan a un incremento en el consumo de los hogares y, consecuentemente, a una reducción en el ahorro privado.

Alguna evidencia internacional

Desde mediados de los años setenta la desregulación de los sistemas financieros y las políticas de liberalización financiera han sido procesos adoptados en diversos países, tanto industrializados como en proceso de desarrollo⁶. Siguiendo los puntos que se enfatizan en la sección anterior, conviene hacer un análisis de lo que ha sido la experiencia internacional.

1. *Efectos de eficiencia*. Los efectos de una mayor eficiencia del sistema financiero como producto de las reformas y liberalización de este sistema son especialmente difíciles de medir, ya que los indicadores de producción y valor agregado del sector se basan fundamentalmente en los costos de operación promedio del sistema financiero, mientras que otras medidas de costos por volumen intermediado no necesariamente reflejan la calidad en la asignación y manejo de los activos⁷.

Además de lo anterior, los indicadores de los países de la Oede no muestran un resultado sólido del efecto de la liberalización financiera en la eficiencia del sector. En efecto, los indicadores de productividad total de los factores muestran una caída de la productividad en el uso de capital y trabajo en el sistema, ya que la reforma financiera combinada con el cam-

6. Ver G. Caprio, I. Atiyas, J.A. Hanson (1994), *Financial Reform: Theory and Experience*, Cambridge University Press.

7. Ver M. Edey y K. Huiding (1995), "An Assessment of Financial Reform in OECD Countries", OECD Economic Studies, No. 25.

bio técnico ha llevado a un incremento en el uso de los factores del sector que no han sido reflejados por incrementos en el producto⁸.

En la misma línea del indicador de productividad, el indicador de precios de la actividad financiera tampoco muestra un incremento de la eficiencia. En este sentido el margen de intermediación ha mostrado un ligero incremento durante la década de los noventa en relación con los márgenes cobrados durante los ochenta, y en general las tasas de interés activas se han distanciado de las demás tasas del mercado en el período de la apertura financiera.

Sin embargo, el comportamiento del margen puede haber sido motivado por factores distintos de la eficiencia dentro de la industria de intermediación. Por una parte, la eliminación de los créditos forzosos a agentes con bajo riesgo pudo haber aumentado el nivel de riesgo promedio de la cartera de los intermediarios financieros, lo que se refleja en un incremento en la prima de riesgo que cobran los intermediarios.

Por otra parte, contemporáneamente con la liberalización financiera se presentó un fenómeno de titularización en los mercados financieros, lo que permite la consecución de recursos con costos más bajos que la tasa activa cobrada a la cartera de los intermediarios financieros, lo que reduce el costo promedio de los recursos para los demandantes de fondos⁹.

Contrario al comportamiento del margen de intermediación y de la productividad total de los factores, otros indicadores han mos-

8. Ver P. Andersen y W. White (1996), "The Macroeconomic Effects of Financial Sector Reforms: An Overview of Industrial Countries" (mimeo, Bank for International Settlements).

9. Ver M. Edey y K. Huiding (1995), op. cit.

Indicadores de eficiencia operacional			
	1979-1984	1985-1989	1990-1992
Margen de intereses netos	2,57	2,58	2,61
Costos laborales/ingreso	0,40	0,35	0,34
Comisión promedio	0,50	0,33	2,25

trado una tendencia hacia el incremento en la eficiencia del sistema financiero en el período posterior a la liberalización financiera. En particular, indicadores de la relación de ingresos a capital, de costos sobre ingresos y de comisiones promedio cobradas por los intermediarios financieros, han mostrado una tendencia decreciente desde principios de los años ochenta.

Adicionalmente, hay alguna evidencia de que las fusiones que se llevaron a cabo a raíz de la apertura en el sistema han llevado a intermediarios que operaban con rendimientos a escala crecientes, a operar en un nivel de producción más acorde con su nivel de mínimo costo en el largo plazo¹⁰.

Finalmente, el posible efecto de la liberalización financiera sobre la eficiencia del sector ha sido contrarrestado, por una parte, por el incremento en las provisiones que han tenido que realizar los intermediarios financieros por el aumento de la cartera de difícil recaudo y, por otra, por los mayores costos de supervisión del sistema financiero.

2. *Efectos de asignación de recursos.* El comportamiento de la tasa de interés en el contexto de una reforma del tipo que analizamos ofrece información valiosa acerca de la validez de la hipótesis de que a través de dicha reforma financiera una determinada economía logre una asignación más eficiente de los recursos pro-

10. Ver P. Andersen y W. White (1996), op. cit.

ductivos. En principio, el planteamiento es que los recursos que estaban destinados para inversiones forzosas de baja rentabilidad social y a baja tasa de interés, se colocan en proyectos de más alta rentabilidad social a una tasa de interés más elevada.

Sin embargo, el efecto de incrementos en la financiación de proyectos con una alta rentabilidad puede ser atenuado por el incremento en consumo privado y, consecuentemente, por la caída del ahorro de la economía.

Como se verá más adelante, las reformas financieras han estado acompañadas, en la mayoría de los países, por un incremento sustancial del consumo privado, lo que ha producido una disminución en el ahorro de los hogares y del sector privado en general. En este contexto, el incremento en las tasas de interés es el resultado de una mayor rentabilidad de los proyectos financiados, pero también de la mayor competencia por recursos para satisfacer las necesidades de financiación del mayor consumo privado.

Por otra parte, y contrario a lo esperado por la teoría, la reforma financiera ha generado una concentración en la utilización de recursos en inversiones de corto plazo. Este resultado puede ser explicado por una percepción de los agentes acerca de una mayor inestabilidad de la economía generada por la reforma financiera.

Otro efecto de asignación de recursos importante fue el aumento en la demanda de activos que generó la reforma al sistema financiero. De hecho, la eliminación de las restricciones al crédito indujo a un incremento en la demanda de activos, que produjo un aumento en sus precios, lo que a su vez eliminó las restricciones de crédito en el futuro¹¹.

11. *Ibid.*

Adicionalmente, si la liberalización financiera es acompañada por una apertura de la cuenta de capitales, se puede llegar a una mejor asignación de los recursos a nivel internacional, al incentivar el flujo de capitales de economías con bajas tasas de interés domésticas hacia economías con mayores tasas de interés y mayor rentabilidad de los proyectos marginales de inversión.

En el caso de los países en desarrollo existe evidencia de que los incrementos en la tasa de interés real generan una mejor asignación de la inversión. En especial, estudios realizados para diversos países en desarrollo, principalmente asiáticos, muestran que los incrementos en la tasa de interés real están acompañados por una disminución en la relación marginal capital/producto, lo que indica que con cada peso nuevo de inversión se producen más bienes finales.

Esta mejor asignación de la inversión en presencia de incrementos en la tasa de interés parece derivarse de la mayor intermediación financiera que genera este incremento en la tasa, ya que se ha encontrado una relación positiva y significativa entre los niveles de tasa de interés real y el nivel de intermediación financiera.

3. *Efectos sobre el ahorro y la inversión.* El efecto negativo de la liberalización financiera sobre las tasas de ahorro de los países de la Oede parece ser un hecho estilizado bastante sólido. De hecho la desregulación del sistema financiero y la flexibilización de las restricciones de liquidez que enfrentaban los hogares produjeron un descenso en el ahorro privado en buena parte de los países de la Oede.

Sin embargo, la persistencia de este efecto a lo largo del tiempo parece ser menos sólida. En este sentido, la experiencia

de países como Estados Unidos, Francia y Japón indica que los efectos sobre la tasa de ahorro de la reforma financiera fueron permanentes, mientras que la experiencia de países como Suecia, Noruega y Bélgica muestra una recuperación bastante rápida del ahorro de los hogares, después del auge del consumo privado.

Los efectos en la tasa de ahorro y de ésta sobre la tasa del crecimiento del PIB y sobre el bienestar son discutibles. En primer lugar, si se acepta que las economías se comportan según un modelo de crecimiento endógeno, la disminución en la tasa de ahorro reduciría la tasa de crecimiento de largo plazo; por el contrario, si la economía se comporta de acuerdo con un modelo de crecimiento exógeno, la disminución en la tasa de ahorro no tendría efectos en la tasa de crecimiento del PIB en el largo plazo.

En segundo lugar, es posible que exista una causalidad de ingreso a ahorro, que permita que una vez que se hayan consolidado otras ganancias en crecimiento (por ejemplo, a través de incrementos en productividad) se recupere la tasa de ahorro en la economía, como resultado del incremento en el ingreso.

Por último, si bien la reforma financiera puede tener efectos negativos en el crecimiento a través de una menor tasa de ahorro, no es claro que tenga los mismos efectos para el bienestar; en particular, la eliminación de las restricciones de liquidez que impedían que los agentes ejecutaran sus planes óptimos de consumo puede incrementar el bienestar de los hogares¹².

12. Sin embargo, en algunas condiciones, restringir la estrategia de consumo de los hogares puede ser un resultado óptimo, como se demuestra en T. Jappelli y M. Pagano (1994), "Saving, Growth and the Liquidity Constraints", *Quarterly Journal of Economics*.

En el caso de las economías en desarrollo, los efectos de la reforma financiera sobre la tasa de interés han tenido impactos importantes sobre los niveles de ahorro y de crecimiento económico, según se deduce de la literatura relevante.

En lo que se refiere a la tasa de crecimiento del producto, se ha encontrado que incrementos en la tasa de interés real están relacionados con incrementos en el PIB¹³. Sin embargo, esta relación sólo parece ser válida para economías en las cuales el nivel de la tasa de interés real es negativo, mientras que para economías con un nivel de tasa de interés real positivas y cercanas a la productividad marginal reconocida por el mercado, la relación entre tasa de interés y crecimiento parece ser inversa.

De Gregorio y Guidotti¹⁴ explican este comportamiento en el contexto de un análisis aplicado a estas economías, de la siguiente manera:

“Tasas de interés reales muy bajas (o negativas) tienden a causar desintermediación financiera y a reducir el crecimiento, como indica la hipótesis McKinnon-Shaw. Por otra parte, altas tasas de interés real no reflejan incrementos en la eficiencia de la inversión, debido a que pueden estar influidas por falta de credibilidad en la política económica y por diversas formas de riesgo país, generando bajos niveles de inversión y concentración en proyectos de alto riesgo”.

En lo que respecta al efecto de los incrementos en la tasa de interés sobre el ahorro, los resultados para los países en desarrollo

13. Ver M. Fry (1995), *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, Johns Hopkins University Press.

14. J. De Gregorio y P. Guidotti (1993), *“Financial Development and Economic Growth”*, IMF Working Paper Series.

indican que crecimientos en la tasa de interés están asociados con mayores tasas de ahorro¹⁵; con todo, no es claro si este efecto es el resultado directo del incremento en la tasa de interés gracias a un efecto sustitución preponderante, o a un efecto indirecto, debido al mayor crecimiento que viene asociado con tasas de interés más elevadas.

En lo que hace referencia a la inversión en los países subdesarrollados, el efecto de la liberalización financiera se produce vía cantidades¹⁶. La evidencia empírica demuestra que un determinante importante de la inversión en estas economías depende del nivel de crédito que el sistema financiero otorgue al sector privado. En este contexto, si la reforma del sector financiero lleva a un incremento en la intermediación y en la cartera del sector, puede influir positivamente en el nivel de inversión.

4. *Efectos sobre la estabilidad.* En muchas ocasiones se argumenta que la liberalización del sistema financiero puede afectar adversamente la estabilidad del sector real de la economía, al introducirle una exagerada volatilidad al precio de los activos y, por consiguiente, a la riqueza de los distintos agentes económicos¹⁷. Así mismo, se aduce que la liberalización financiera puede atentar contra la estabilidad del sistema, ya que incrementa los riesgos sistémicos y las posibilidades de corridas bancarias.

Esta percepción ha estado respaldada, en el caso de los países de la Oede, por la ocurrencia de shocks en los mercados financieros y burbujas en los precios de los activos, en los años posteriores a

15. Ver M. Fry (1995), op. cit.

16. Ibid.

17. Sin embargo, no es claro que esta mayor volatilidad reduzca el bienestar de la sociedad. Al respecto ver M. Edey y K. Huiding (1995), op. cit.

la liberalización de los mercados financieros; sin embargo, la evidencia acerca de una mayor inestabilidad de los mercados financieros y de las variables del sector real, en el lapso posterior a la liberalización financiera (con respecto al período anterior a la reforma), dista de ser concluyente.

En particular, cuando se evalúan los segundos momentos de las series de precios de los activos financieros, no se encuentra un fuerte incremento en la volatilidad de los precios de estos activos. En el caso de la tasa de cambio se observa algún incremento con respecto a los momentos de control, mientras que en otros precios de activos como el precio de las acciones, por el contrario, se ha encontrado una mayor variabilidad en la década de los noventa que en la de los setenta, previa a la liberalización financiera. No obstante, este indicador del segundo momento de la serie no es el adecuado para medir la variabilidad de las series de precios en presencia de choques tan fuertes como los registrados por los países de la Oede durante los años posteriores a dicha liberalización¹⁸.

Por otra parte, no es claro que los cambios bruscos en los precios de los activos se deban exclusivamente al proceso de liberalización y apertura del sector financiero. En primer lugar, políticas económicas inadecuadas han expuesto en mayor medida al sistema financiero, en algunas ocasiones manteniendo una frágil posición externa que facilita ataques en contra de las monedas locales y, en otras, permitiendo que choques exógenos se transformen en burbujas en los mercados de activos.

En segundo lugar, la liberalización financiera puede exacerbar los problemas generados por otras imperfecciones del mercado,

18. Ver P. Andersen y P. W. White (1996), op. cit.

aumentando el riesgo para los intermediarios financieros. Es el caso de mercados de activos que tienen algunas transacciones restringidas, por lo que favorecen las burbujas en los precios.

Otro argumento por el cual la reforma financiera le podría haber introducido una mayor inestabilidad a la economía es el incremento en el uso de derivados. Este argumento es presentado con claridad, en el caso mexicano, por P. Garber¹⁹.

Por otra parte, las reformas al sistema financiero pueden incrementar la inestabilidad del sector real, al aumentar los riesgos sistémicos tanto dentro de un mismo país como a través de mercados de características semejantes. La experiencia de la caída de los precios de las acciones de las bolsas en los países desarrollados durante 1987, al igual que lo ocurrido con los mercados emergentes después de la crisis mexicana de finales de 1994, se puede considerar como evidencia para soportar estas hipótesis.

Con todo, la existencia de regulación prudencial, al igual que una alta capitalización del sector financiero, parece haber sido la clave para que en algunos países de la Oede no se hayan presentado crisis sistémicas, ya que ante la eventualidad de una crisis, las instituciones bancarias habrían respaldado los depósitos con un activo de buena calidad y con el capital de los propietarios de los bancos.

Otro aspecto fundamental en lo referente a las crisis financieras tiene que ver con la existencia y cubrimiento de seguros de depósitos financiados con recursos públicos. En primer lugar porque la creación de este tipo de seguro promueve comportamientos perversos por parte de los agentes privados, ya que los ahorrado-

19. P. Garber (1996), "Derivative Products in Financial Stress" (mimeo).

res reducirán sus incentivos para vigilar a las instituciones financieras, mientras que habrá incentivos para que los intermediarios cuenten con un portafolio más riesgoso que el que mantendrían en ausencia del seguro público de depósitos.

A pesar de lo anterior, gracias a este tipo de seguro de depósitos se han atenuado los efectos que sobre la actividad económica tienen las crisis financieras. Con todo, no es clara la bondad de este tipo de política, ya que si bien reduce las caídas en el PIB de corto plazo, acentúa los incentivos perversos reseñados atrás.

Una última consideración sobre el efecto en la estabilidad tiene que ver con la relación entre el grado de liberalización del sector financiero y el ciclo económico. En principio la eliminación de las restricciones al crédito debería reducir la magnitud del ciclo de la economía, ya que las decisiones de consumo de los agentes estarían menos atadas al ingreso corriente y, por ende, al ciclo económico, reduciendo de esta forma los efectos multiplicador y acelerador.

Contrario al efecto anterior, la ampliación de los coeficientes de deuda del sector privado puede llevar a incrementar los efectos de riqueza que se producen ante un cambio en las condiciones de la economía, profundizando los efectos cíclicos y la exposición de los distintos agentes de la economía ante un choque inesperado.

En el caso de los países subdesarrollados, la liberalización de los mercados financieros y la libre movilidad de capitales incrementan aún más la inestabilidad del sistema. Al respecto Calvo²⁰ demuestra que en presencia de costos de información y

20. G. Calvo (1995), "Varieties of Capital Market Crises" (mimeo, BID).

agentes con aversión al riesgo, los sistemas financieros de los mercados emergentes están expuestos a ataques especulativos, aun en el caso en que sus fundamentales macroeconómicos son los adecuados.

La fase más reciente de apertura financiera en algunos países emergentes ha estado acompañada de reformas estructurales adicionales, tales como la apertura comercial y de capitales, varias reformas en los mercados laborales, en los esquemas de seguridad social y en la organización de los bancos centrales. Por esta razón es muy difícil aislar los efectos de unas y otras reformas de manera clara.

Síntesis

En esta sección se presentaron los argumentos que permiten justificar la implementación de una reforma financiera como la que se ha llevado a cabo en Colombia desde finales de los años ochenta. En síntesis, dichos argumentos tienen que ver con tres ideas básicas comunes en la literatura. Primero, con la posibilidad de que las reformas modifiquen la tasa de ahorro de la economía, al liberar las tasas de interés y generar los incentivos correspondientes. Segundo, con la posibilidad de que generen ganancias en la eficiencia con la cual dicho ahorro es transferido a los inversionistas, al inducir mayor competencia en el sector y, tercero, con un mejor proceso de selección de los proyectos mismos de inversión, también como resultado de la competencia y de las mejoras en los regímenes de supervisión.

Desde los años setenta se han llevado a cabo procesos de reforma financiera en diversos países, tanto industrializados como emergentes y, así, se cuenta con una información bastante diversa y cuantiosa. Una manera de sintetizar los análisis que se han llevado a cabo es la siguiente: los procesos de reforma son un acto con elevados

rendimientos y con riesgos también altos. En un estudio reciente que examina 40 episodios de reforma financiera a nivel mundial, se llega a la conclusión de que una vez adoptado, el proceso de reforma se asocia, más adelante, o bien a una elevación importante de la tasa de crecimiento de la economía, o bien a una caída también importante del mismo.

La capitalización plena de las múltiples posibilidades brindadas por un proceso de reforma financiera depende, crucialmente, de la disciplina fiscal y monetaria. Aunque estos factores siempre son importantes, la presencia de un sector financiero desregulado los hace aún más indispensables.

Tres características del sector financiero en Colombia

Introducción: los hechos estilizados

A continuación se examina el caso de tres elementos básicos que han caracterizado –por no decir que han tipificado– el desarrollo del sistema financiero colombiano durante muchos años. Estas tres características son:

1. *Concentración bancaria del financiamiento.* En el cuadro 10 se muestra, con base en las cifras de cuentas financieras, la estructura del financiamiento del sector empresarial en Colombia para tres momentos del tiempo, 1988, 1991 y 1994, que constituye el último dato disponible.

Este resultado implica, como lo han mostrado diversos estudios empíricos recientes, que el desarrollo de mecanismos alternativos de financiamiento es bastante incipiente en Colombia. El mercado de acciones, por ejemplo, exhibe una de las tasas de

capitalización más bajas del mundo. Cosa similar sucede en el mercado de bonos.

Cuadro 10
Flujo de fondos: sector empresarial en Colombia

Fuente	1988 (%)	1991 (%)	1994 (%)
Sector bancario	59,8	58,1	79,0
Corto plazo	33,1	33,8	29,3
Largo plazo	26,7	24,3	49,7
Bonos	1,0	3,6	0,3
Capital	7,1	28,3	19,8
Otros (proveedores)	32,1	10,0	1,0

Fuente: Banco de la República: Cuentas Financieras.

2. *Estabilidad en los componentes básicos del balance del sector.* En el cuadro 11 se registran dos indicadores de estabilidad en los stocks más importantes del balance del sector bancario consolidado, en el caso de varios países de diferentes partes del mundo, estimado para el período 1980-1994. El resultado de este ejercicio es confirmar, con bastante claridad, la idea de que estos componentes exhiben una estabilidad muy alta en Colombia.
3. *Altos márgenes de intermediación.* En el cuadro 12 se muestran indicadores sobre el margen de intermediación del sistema bancario en diversos países para el período 1980-1995. El resultado básico es doble; primero, en el caso colombiano los márgenes son relativamente altos y, segundo, los márgenes son relativamente estables.
4. *Síntesis.* En conclusión, hay tres aspectos fundamentales del funcionamiento del sector en Colombia que persisten en la actualidad, aun después del conjunto de las reformas implementadas.

Cuadro 11
Volatilidad de componentes principales del balance bancario
1980-1994

País	Depósitos	Crédito
Argentina	1,31	2,64
Brasil	1,14	1,21
Chile	0,48	0,63
Colombia	0,30	0,24
Ecuador	0,36	0,38
México	0,74	0,68
Perú	2,32	2,56
Corea	0,24	0,40
Malasia	0,57	0,47
Filipinas	0,50	1,04
Canadá	0,57	0,67
Estados Unidos	0,63	0,35

Fuente: IMF International Financial Statistics. *Desviación típica/media de la tasa de crecimiento nominal.*

Cuadro 12
Márgenes de intermediación

País	1980-1990	1991-1995	1995
	Porcentaje promedio		
Argentina	N.A.	2	2
Chile	7	5	4
Colombia	7	8	9
Ecuador	N.A.	10	8
India	6	5	4
Malasia	3	6	2
Filipinas	4	4	4
Canadá	2	1	1
Japón	3	3	2
Estados Unidos	2	3	3

Fuente: IMF International Financial Statistics. *Medido como: $s = (1+i_L)/(1+i_D) - 1$.*

La pregunta más obvia se refiere al grado hasta el cual existe la posibilidad de que, hacia adelante, persistan estas tres características o, más bien, sea necesario pensar en la posibilidad alter-

nativa de que la dinámica económica en el contexto de la estrategia de política económica global escogida lo imposibilite. Para responder esta pregunta, es necesario ofrecer una explicación integrada de los tres aspectos anteriormente descritos.

Hacia un modelo explicativo

El eje de la explicación que se ofrece es la combinación de dos factores: primero, el hecho de que en Colombia ha existido una alta preferencia por la estabilidad macroeconómica y, segundo, el hecho de que el impuesto inflacionario ha sido, históricamente, un componente importante del financiamiento de la diversificación del riesgo asociada con esta preferencia.

1. *Preferencia por estabilidad macro.* En el cuadro 13 se muestra la preferencia revelada por la estabilidad macro. Se presentan dos cifras de volatilidad, las cuales se construyen para el período 1980-1995.
2. *Financiamiento de la política: papel del impuesto inflacionario.* Un hecho estilizado adicional que resulta importante está dado por la estabilización que ocurre después de 1975. En el cuadro 14 se documenta este hecho.

La preferencia por la estabilidad, que aparece revelada en las cifras comparativas con la experiencia internacional, se generó o al menos se acentuó en grado importante a mediados de la década de los años setenta. Esto ocurrió de manera paralela con una elevación importante de la tasa de inflación, que de niveles promedio de alrededor de 8% subió a 23% y a un incremento sustancial del impuesto inflacionario, que pasa de representar un promedio de 0,8% del PIB entre 1956 y 1970 a algo más de 2,2% entre 1975 y 1995 (gráfico 1).

Cuadro 13
Volatilidad de variables macroeconómicas 1980-1995

País	Inflación	Crecimiento real
Canadá	0,67	1,08
Japón	0,90	0,33
España	0,46	0,81
Estados Unidos	0,64	0,96
Argentina	1,67	3,34
Brasil	1,25	1,88
Chile	0,36	1,29
Colombia	0,16	0,41
Ecuador	0,49	1,35
México	0,78	1,47
Corea	0,93	0,45
Malasia	0,64	0,45

Fuente: IMF International Financial Statistics. Se mide como el coeficiente de variación en cada caso.

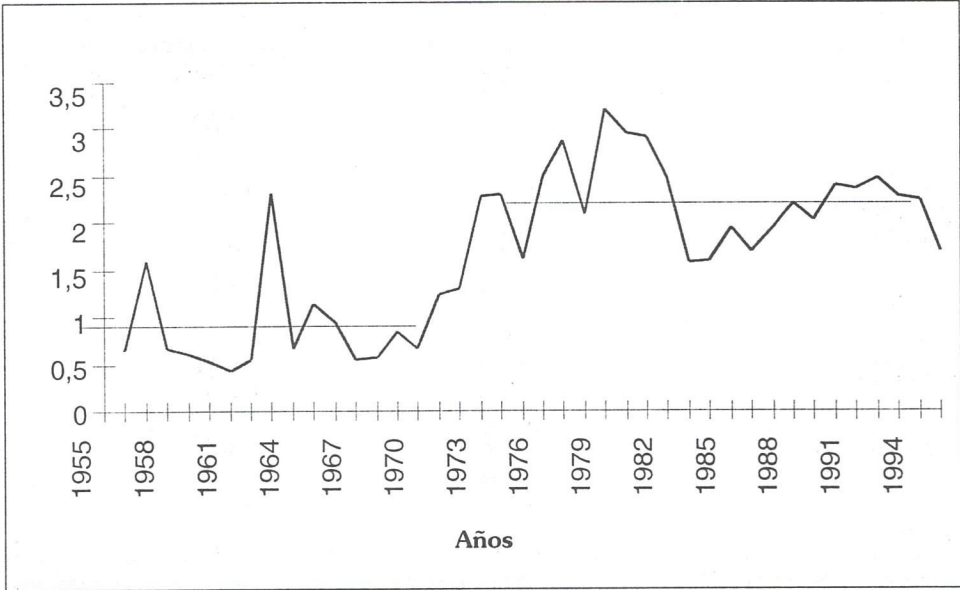
Cuadro 14
Volatilidad de variables seleccionadas: Colombia

Variable	1950-1975	1976-1995
Inflación	0,63	0,16
Gasto público	0,56	0,42
Crecimiento real	0,70	0,21
Exportaciones	0,41	0,37
Consumo	0,36	0,22
Inversión	0,44	0,25

Fuente: Banco de la República, Dane.

El incremento anotado equivale a un alza tributaria de 1,4% del producto por año, lo cual representa aproximadamente un 31% del PIB de un año dado.

Gráfico 1
Impuesto inflacionario 1956-1995



La manera como se utilizaron los cuantiosos recursos provenientes del impuesto inflacionario adicional comprendió, de acuerdo con la coyuntura específica, la defensa del tipo de cambio real, el financiamiento y subsidio al sector privado, incluyendo de manera importante el sector financiero, y el traslado directo de recursos de emisión al gobierno.

Obviamente, el hecho de que el impuesto inflacionario haya subido de forma tan marcada entre uno y otro período presupone que la demanda por dinero resultó inelástica a la inflación. Cabe preguntar por qué se obtuvo este resultado. La razón fundamental está dada por el hecho de que se creó una institucionalidad en la cual las autoridades se comportaron de manera consistente con un contrato en el cual la inflación se debía mantener en el rango de 20-30% sin que, en momento alguno, se intentara re-

caudar recursos inflacionarios adicionales. Esta institucionalidad incluye una orientación clara en tal dirección por parte de entidades como la Junta Monetaria y el Conpes, en el sentido de mantener la tasa de inflación en el rango establecido. Cuando la inflación sufría un choque positivo, la totalidad de la política económica (incluyendo la política comercial, la de control de capitales, la de encajes, la cambiaria y la política fiscal) buscaba contrarrestarlo.

Este esquema de manejo económico, unido al compromiso de utilizar el impuesto para financiar actividades estabilizadoras, es parte importante de la explicación de por qué la sociedad aceptó pagar el tributo adicional. Lo que se obtuvo fue una situación de equilibrio macroeconómico basada en una tasa de inflación estable y alta, y un impuesto inflacionario igualmente alto que se destinaba a suavizar los choques desestabilizadores que sufría la economía. Entre tanto, la estabilidad obtenida favoreció el mantenimiento de una tasa de crecimiento sostenida.

De manera adicional, resulta claro que la estabilidad observada en los componentes del balance del sector bancario colombiano tiene una explicación importante en la estabilidad general de la economía.

3. *Papel del sector financiero.* En esta dinámica, el sector financiero cumple un papel de fundamental importancia. En primer lugar, en el recaudo del impuesto inflacionario el sector financiero actúa como un agente básico y lo hace a través de la política de encajes, e inversiones forzosas utilizadas para crédito dirigido.

El sesgo legal en contra del financiamiento de la inversión a través de los mercados de capitales y a favor del financiamiento por medio del sector bancario tiene explicación en el hecho de

que en el primer caso se dificulta el recaudo del impuesto inflacionario y, en el segundo, una política de encajes e inversiones forzosas basta para lograr el objetivo. Por supuesto, el hecho de que exista este tipo de esquema implica que el sector bancario enfrentó, durante el período analizado, un impuesto que constituye, junto con la inflación misma, parte importante de la explicación del elevado margen de intermediación observado.

Otra parte de la explicación tiene que ver con el hecho de que el sector no es sometido a una competencia vigorosa por parte del sistema financiero internacional. La razón por la cual esto sucede no radica únicamente en que de hacerlo hubiera podido dificultar el recaudo del impuesto inflacionario, sino también en que habría transmitido a la economía doméstica choques con origen internacional. El control de capitales y a la inversión extranjera en el sector que predomina durante buena parte del período son decisiones de política económica que forman parte del esquema general que privilegia la estabilidad macroeconómica.

4. *Tránsito hacia un nuevo equilibrio.* Partimos, entonces, de una situación en la cual la economía experimenta un nivel estable de inflación, recauda un impuesto inflacionario alto y lo utiliza en frentes consistentes con la estabilidad a nivel macro, factor que se transmite a los grandes componentes del balance del sector financiero.

Dentro de este entorno, el sistema financiero desempeña un papel de enorme importancia, recaudando y distribuyendo una buena parte del impuesto a través del mecanismo del encaje y de las inversiones forzosas que fundamentan la política de crédito dirigido.

La regulación que de manera concreta le asigna este papel, por un lado, y la protección brindada por el régimen de control de

capitales, de la inversión extranjera y de la competencia por parte de los mercados de capital, por otro lado, imponen un nivel elevado en cuanto al margen de intermediación.

El resultado de esta combinación de factores explica en buena parte el mantenimiento de tres características básicas que tipifican el desarrollo del sector en Colombia: la preponderancia del sector bancario tradicional en la financiación de la actividad económica, los elevados márgenes de intermediación observados en el sistema y la estabilidad en los componentes fundamentales del balance del sector.

Las reformas implementadas desde comienzos de los años noventa afectan este equilibrio de manera importante. Las premisas con las que se tomaron las decisiones respectivas fueron las siguientes:

En primer lugar, se concluyó que el ritmo de expansión de la productividad estaba encontrando una barrera en la medida en que la economía no profundizara su vinculación con el resto del mundo.

En segundo término, se llegó a la conclusión de que la tasa de inflación era una barrera a dicha integración y se procedió a independizar al banco central, asignándole un claro papel antiinflacionario. Esto significa que hacia adelante el impuesto inflacionario, y su papel como factor esencial del esquema de funcionamiento del modelo, deberá caer como proporción del producto.

Una mayor apertura financiera y un propósito claro de reducción de la inflación hacen insostenible el esquema de funcionamiento tradicional que se observa en Colombia. En el primer caso, por cuanto la competencia externa no es tolerable a los márgenes tradicionales de intermediación financiera. El segundo factor, por

cuanto los choques externos no podrán estabilizarse con políticas con un componente inflacionario. La política fiscal, en especial el gasto público, pasa a tener un papel aún más preponderante como factor decisivo del proceso de ajuste ante los diversos choques externos que viene y seguirá recibiendo la economía colombiana.

Conclusiones

En este trabajo se ha examinado el estado actual de las reformas al sector financiero en Colombia, implementadas a partir de finales de los años ochenta. Se empieza mostrando las reformas esenciales, las que han tenido un ámbito amplio y han afectado diversos componentes del entorno en el cual operan las entidades.

A continuación se sugiere que las principales razones por las cuales se decide implementar una reforma de este tipo tienen relación estrecha con el papel del sector financiero en el proceso de desarrollo y con el crecimiento económico. Los tres elementos fundamentales son promover el ahorro a nivel macroeconómico, canalizarlo hacia la inversión con eficiencia y efectuar una labor de selección de los proyectos más favorables con base en ventajas de información.

Posteriormente, se analiza el caso colombiano con base en la identificación de tres características esenciales de la dinámica económica: la elevada concentración en el sistema bancario tradicional de la actividad de financiamiento de la actividad, la importante estabilidad en los componentes básicos del balance del sistema, y los elevados y estables márgenes de intermediación financiera.

Así mismo, se esboza un planteamiento según el cual estos tres aspectos tienen una relación estrecha con mecanismos fundamentales del funcionamiento económico colombiano durante los últimos 20 años; en esencia, la importancia de la estabilidad económica en la

función de preferencias, el papel del impuesto inflacionario en la financiación de actividades públicas conducentes a tal finalidad y el papel protagónico del sistema financiero en el esquema operativo.

Por último, se plantea que decisiones de gran importancia tomadas en los últimos años hacen insostenible que el esquema tradicional siga vigente. Estas decisiones se toman partiendo de la premisa de que una mayor integración con el resto del mundo es indispensable en la obtención de tasas de crecimiento favorables e incluyen la de independizar el banco central y asignarle la tarea de reducir la inflación, con base en el otorgamiento de facultades importantes, y la imposición de restricciones igualmente importantes. También incluye la decisión de complementar la liberalización comercial con una apertura a los flujos financieros internacionales, tanto de inversión como de deuda.

Hacia adelante, tal como ha sucedido en diversos contextos a nivel internacional, podemos prever un equilibrio nuevo en el cual una tasa de inflación más baja, un banco central comprometido con la estabilidad de precios, una economía más abierta y unos mercados de capital más desarrollados y competitivos, imponen retos nuevos al sistema financiero tradicionalmente concebido.

TERCERA SESION

EXPERIENCIA DEL SISTEMA
FINANCIERO CHILENO EN LA
APERTURA ECONOMICA

Alejandro Foxley
Exministro de Finanzas de Chile

En este artículo hay puntos comunes entre la naturaleza de la política económica que ha estado en vigencia en Colombia durante muchos años y el lugar hacia donde ha convergido la política económica en Chile, después de muchas oscilaciones desde que se inició el proceso de apertura en el período 1974-1975.

Para orientar este trabajo, inicialmente se sintetizan algunos puntos de conclusión en lo que se refiere a la integración financiera de la economía chilena a la economía mundial.

Por una parte, el proceso de integración financiera no puede ni debe realizarse a costa de un desequilibrio macroeconómico que pueda ser consecuencia de un proceso de apertura financiera mal efectuado, realizado a destiempo, o con instrumentos erróneos. En ese evento, como se puede demostrar en el caso de Chile en la primera fase, los costos de la apertura financiera superan ampliamente los beneficios, por su impacto en la economía real, ya que genera procesos recesivos masivos.

Por otra parte, la experiencia en el caso chileno indica que para lograr una integración financiera exitosa a la economía mundial es indispensable contar con:

- Una buena política cambiaria. Los errores en la política cambiaria son los que se pagan más caro en América Latina, como lo ilustra la experiencia económica reciente de algunos países en la región. En el caso chileno se ha procurado tener una política cambiaria relativamente estable y un tipo de cambio real que garantice una rentabilidad adecuada en el sector de bienes transables para mantener un cierto equilibrio en la balanza de pagos en el mediano plazo, desde el punto de vista de la capacidad de generar un volumen suficiente de bienes transables que den estabilidad a la balanza de pagos.
- Regular directamente la entrada de capitales con instrumentos explícitos de intervención pública, como por ejemplo requisitos de reservas para las entradas de capitales a un plazo menor de un año.
- Ahuyentar los flujos especulativos de corto plazo. Eso se ha logrado en parte a través de la regulación de la entrada de capitales y también al introducir una deliberada incertidumbre en la política cambiaria, la cual se define alrededor de una cierta trayectoria en el tiempo de un tipo de cambio real estable, con una banda en torno de ella y con una flotación sucia; intervención, por tanto, inesperada del Banco Central en el mercado y, al mismo tiempo, una definición del tipo de cambio real en función de una canasta de moneda, con lo cual los cambios en los valores de las distintas monedas en sí mismos introducen un nuevo factor de incertidumbre que hace que se aguarde con menor expectativa la trayectoria del tipo de cambio, para definir entradas de capitales en función de diferenciales de tasas de interés y expectativas de devaluación.
- Control del déficit fiscal, como un elemento fundamental para poder mantener en el curso de este proceso de apertura algún

grado de autonomía en la política monetaria y de tasas de interés. En el caso chileno, en los años de democracia, desde 1990, cuando me hice cargo del Ministerio de Hacienda, se mantuvo en promedio un superávit fiscal del orden del 2% del PIB, lo que ha sido básico para que haya una estabilidad en las variables financieras.

- Extrema cautela y gradualidad en permitir los flujos financieros hacia el exterior, particularmente la inversión de empresas. Ha habido un aprendizaje a lo largo del camino, en el cual –al contrario de lo que ha hecho Colombia, que ha ido lenta y gradualmente, como explicaba Alberto Carrasquilla en el proceso de reforma sobre mercado de capitales– Chile tuvo una experiencia muy oscilante, que llevó a la conclusión de que la apertura financiera requiere un gran fortalecimiento de la regulación del sistema financiero. Sin esta regulación, la apertura financiera tiende a arriesgar la calidad de los activos bancarios, y si esta calidad se reduce hay todo tipo de consecuencias negativas, en función del deterioro de la cartera de los bancos y de una relativa inefectividad de la política monetaria en las fases siguientes, con una necesidad de refinanciar esa deuda y de mantener artificialmente alta la tasa de interés.

El proceso

En 1974 Chile intentó terminar con la represión financiera. El país pasó brusca y directamente de un sistema clásico de represión financiera con control de crédito y de tasas de interés –con tasas de interés reales negativas– a una desregulación súbita, casi instantánea, del sistema financiero, con liberalización de las tasas de interés. En 1980 se creó un sistema de pensiones privado, en el cual se cambia el principio fundamental del sistema de seguridad social,

de un sistema de reparto a un sistema de capitalización, con una transferencia de las personas afiliadas de un sistema al otro a través de un incentivo que le permitía un aumento en el ingreso disponible del 10% a quien se cambiara de sistema, pero manteniendo la opción –sobre todo para las personas mayores de edad– de quedarse en el antiguo sistema de reparto.

Este brusco proceso de liberalización financiera fue seguido por una desregulación completa del sistema financiero. A mediados de 1979, por la tentación de poner un anclaje nominal en el sistema financiero para lograr una reducción más rápida de la tasa de inflación, se fijó el tipo de cambio, en términos nominales, en paridad con el dólar.

En esta fase hay un proceso muy rápido de privatización de empresas. Con la desregulación financiera, quienes compraron las empresas lo hicieron a crédito y comenzaron a operar en un sistema de fuerte concentración de créditos en las compañías privatizadas; sin embargo, en el caso de producirse un sobreendeudamiento de esas empresas, las instituciones estatales de control no disponían de ningún mecanismo eficaz para controlar ese proceso. A su vez, la Superintendencia de Bancos no evaluaba ni controlaba el riesgo de la cartera de sus asociados, ni tampoco se exigían provisiones para cubrirse de esos riesgos.

En este proceso, el sobreendeudamiento llevó a una situación en que la deuda externa sobre el PIB fuera del orden de un 120% y cinco veces la deuda respecto al valor de las exportaciones.

Como resultado de este proceso de sobreendeudamiento, sin regulación y con una política de tipo de cambio fijo, se comenzó a producir, entre 1981 y 1983, un deterioro de la cartera de los bancos de tal envergadura que 16 de los principales bancos del país debieron

ser intervenidos: nueve tuvieron que ser liquidados y siete, de gran volumen de operación, quedaron en administración provisional. El rescate de estos últimos obligó al Estado, al fisco y al Banco Central, a entrar en un esquema de subsidio masivo. Hubo un traspaso de la cartera vencida de los bancos al Central y una refinanciación de dicha cartera con recursos frescos del banco en cuestión que, en definitiva, financió el presupuesto público y constituyó una deuda subordinada de los bancos respecto del Central. Estos subsidios llegaron a representar 18% del PIB que, en pesos de hoy, serían unos US\$10.000 millones. Todavía hoy estos bancos deben un 8% del PIB al Banco Central.

Al plantear procesos de apertura financiera, los aspectos mencionados se muestran como puntos de gran importancia; se hace indispensable evitar incurrir en errores como los que se cometieron en Chile durante esa fase, de una liberalización bastante ingenua, una desregulación, un debilitamiento de los mecanismos de regulación del Estado y una política cambiaria francamente errónea.

Como producto de esta crisis, sólo en 1981 se empiezan a establecer algunas regulaciones en el mercado de capitales:

- Se crea la Superintendencia de Valores y Seguros, que controla la emisión de valores y la operación de las sociedades anónimas, y se regulan los instrumentos en los cuales el sistema privado de pensiones puede invertir, básicamente, papeles del gobierno, letras de crédito hipotecario y depósitos a plazo en los bancos.
- Como consecuencia de la crisis financiera se produce una caída violenta en el ahorro nacional real, a una tasa del orden del 7 o del 8% del PIB, y un mercado de capitales con muy bajo volumen de transacciones.

Desarrollo del mercado de capitales y de los fondos de pensiones en Chile

En el período más crítico de la economía chilena (1982-1985) los montos transados en acciones fueron bajísimos, especialmente en 1985: 0,3% del PIB. Los fondos de pensiones ya han acumulado un 10% del PIB, pero las transacciones en instrumentos de renta fija están apenas entre 4 y 10% del mismo, y llegarán en 1995 a un 120%. Es decir, en esta fase se produce un proceso de desintermediación financiera y de disminución del ahorro real.

Hacia 1982 se produce una alteración en la política cambiaria, una maxidevaluación. En el período 1982-1983 la economía pasa por una profunda recesión, con caídas del PIB del orden del 16% un año, y acumulado en dos años superior a 20%; caídas de la producción industrial de un 30%, y tasas de desempleo que superan el 20% de la fuerza de trabajo. Estamos hablando de una crisis financiera que a su vez detona una crisis en la economía real de gran profundidad.

A partir de 1984 se empiezan a hacer correcciones en el funcionamiento del sistema financiero. Entre 1984 y 1989 se introducen regulaciones que impiden la concentración de créditos en personas o en grupos económicos relacionados, en los que las empresas se prestaban entre sí, y los bancos concentraban sus créditos en unos pocos grupos económicos. Se obliga a una clasificación continua del riesgo de valores de oferta pública. En 1989 se crea, por ley, una industria de clasificadoras privadas de riesgo, que se convertirán en un requisito indispensable para acceder al financiamiento.

En la medida en que estos elementos de regulación estén instalados en el sistema, se comienza a permitir una ampliación del ámbito de negocios en el sistema financiero. Se extiende, por ejemplo, el cam-

po de acción de los bancos hacia la creación de filiales, el corretaje de acciones en la bolsa, agencias de valores y fondos mutuos. Se empiezan a ampliar en esa fase, muy gradualmente, las posibilidades de inversión de las administradoras de fondos de pensiones privadas, hacia bonos y acciones de empresas.

Sólo en el período 1990-1996 se avanza hacia una profundización del mercado de capitales, demostrada por las siguientes cifras:

- Aumento de la importancia relativa del volumen de transacciones en acciones a partir de 1990, que sube del 2% del PIB a 16% en 1995.
- Instrumentos de renta fija: de 45 a 120%.
- Fondos de pensiones: están acumulando ya 40% del PIB en 1995.
- Aumenta la importancia de los fondos mutuos, de los bonos emitidos por empresas, etcétera.

Estamos llegando a un mercado de capitales mucho más profundo. ¿Cuáles son los factores que acompañan este proceso, y que en cierta medida lo explican?

1. *Una economía que tiene una fortaleza en su crecimiento económico bastante notable.* La economía chilena mantiene una tasa de crecimiento promedio –en los últimos diez años– de un 7% anual. Esta cifra de crecimiento va acompañada de un conjunto de indicadores que en el nivel macroeconómico muestran una estabilidad y solidez bastante fuertes, como por ejemplo un superávit fiscal del 2% del PIB, una situación de balanza de pagos con un bajo déficit en cuenta corriente, un aumento muy significativo en las tasas de ahorro e inversión (27% del PIB), y una

fuerte entrada de inversión extranjera directa del orden del 6% del PIB; en fin, un conjunto de indicadores económicos que muestra una estabilidad en el proceso de crecimiento.

Eso va acompañado de un aumento del ingreso disponible de las personas y, por lo tanto, de una percepción de nuevas oportunidades de inversión. Ese elemento que fija las expectativas de una determinada forma introduce un factor de atracción para el ahorro que no estaba presente en el período anterior.

2. *El ahorro interno.* En el caso actual de Colombia el aumento de ahorro financiero ha estado acompañado por una disminución del ahorro real. En el caso chileno, las cifras muestran que en el momento de la crisis existe una tasa de ahorro nacional del 2,1% en 1982. El ahorro nacional, sin embargo, llega a una tasa del 27,6% en 1995. El ahorro externo se mantiene en niveles relativamente estables; en los últimos siete años ha estado en promedio alrededor del 3% del PIB. De aquí se deduce que la inversión se ha financiado fundamentalmente a través del ahorro interno.

¿Qué explica el aumento del ahorro interno? Se ha señalado, por ejemplo, que ese aumento se debe en gran parte a la privatización del sistema de pensiones, y la verdad es que si se desagregan las cifras de ahorro interno, la explicación está más bien por otro lado. Además del incremento en el ritmo de crecimiento de la economía, de la permanencia de esta tasa en un 7%, la verdad es que un factor fundamental para explicar el aumento de la tasa de ahorro interno es el incremento del ahorro por parte del gobierno.

La política fiscal en Chile se ha caracterizado por su austeridad y disciplina. En el período de ajuste (1982-1985), la disciplina fiscal era una necesidad simplemente de equilibrar las cuentas,

de salir de la crisis financiera y de la balanza de pagos en que el país estaba sumido. Había muchos que pensaban que a partir de 1990, con el cambio de gobierno –un gobierno democrático de centro-izquierda– esa política se rompería; sin embargo el ahorro del gobierno, que representaba en 1982 un -3% del PIB, alcanza en 1994 el 5,1% del PIB. Con todo, esa cifra subestima el ahorro efectivo total del gobierno, por una razón que está vinculada al cambio del sistema de pensiones.

Cuando se privatiza el sistema de pensiones, se producen algunos efectos financieros que hay que destacar:

- Se introduce, para aquellos que se trasladan del sistema antiguo de reparto, al nuevo de capitalización, un ahorro forzoso que consiste en el pago de un porcentaje del ingreso líquido de las personas, como contribución obligada al fondo de pensiones de capitalización, que es un 10% del salario. Eso al final se traduce en un nuevo mecanismo de ahorro, que constituye algo así como un 4,5% del PIB.
- Sin embargo, al mismo tiempo se está produciendo una situación deficitaria crónica en el presupuesto público, porque en la transición de un sistema al otro permanecen en el sistema de reparto aquellas personas a las que, por tener una mayor edad, no les conviene iniciar un proceso de capitalización para sus pensiones, en un sistema voluntario con una libreta de ahorros; para ellas resulta más provechoso seguir en un sistema en el cual el Estado les garantiza un cierto nivel mínimo de pensiones, de acuerdo con lo que han sido las contribuciones anteriores de quienes estaban en el sistema de reparto.

De esta manera, el Estado garantiza el pago de pensiones a aquella parte de la fuerza de trabajo que contribuye menos, porque la jo-

ven, más activa, con mayores ingresos, se traslada al sistema nuevo. Y se comienza esta gente a jubilar, y al jubilarse retiran del presupuesto público el monto de la pensión. Quienes se pasan de un sistema a otro se llevan con ellos lo que se denominó un “bono de reconocimiento”, el cual reconoce en parte las contribuciones de cada uno en el sistema antiguo, a través de las deducciones mensuales que se hacían de su sueldo; por consiguiente, el presupuesto público sufre un impacto simultáneo: en primer lugar, debe pagar pensiones sin una contraparte en contribuciones porque éstas se están trasladando al sistema nuevo, y en segundo lugar, el sistema público tiene que cancelar el bono de reconocimiento a quienes se pasan de un sistema a otro.

El impacto financiero de este cambio no fue menor, pues en el momento de la implantación del sistema significó un déficit previsional del fisco superior al 8% del PIB. Cuando se afirma que el fisco tuvo un déficit corriente de -3% en 1982, hay que decir que si se sacara de allí el déficit previsional, el gobierno tenía en realidad un ahorro positivo de 5,4% que debía gastarlo en financiar dicho déficit y, además, incluir un déficit adicional de tres puntos. Puestas las mismas cifras en términos de 1994 el sistema, en la medida en que se va estabilizando y que ya ha realizado el pago principal de los bonos de reconocimiento, tiene un déficit previsional que comienza a reducirse, pero que se mantiene –aun en 1994– en una cifra del orden del 4,5% del PIB.

Por eso el ahorro del gobierno ha sido un factor clave para explicar el aumento de la tasa de ahorro real en Chile, pues representó el 7% de 1995, más el 4,5% que es el déficit del sector previsional; esto es, de un ahorro público que está entre el 10 y el 11% del PIB. Este es un aspecto que hay que destacar, porque la capacidad de mantener un alto nivel de ahorro público y un superávit fiscal, ha tenido como consecuencia importante una percepción por parte

de los agentes privados: que el gobierno posee la capacidad de ordenar su casa –ya por más de diez años– y que, por lo tanto, el avance hacia una estabilidad financiera está respaldado por esta persistente disciplina del sector público en sus gastos.

3. *Un fuerte aumento en el ahorro de las empresas.* Este incremento se explica por un alto crecimiento económico, así como por una marcada estabilidad en las reglas del juego en materia económica y una estabilidad política bastante sustantiva. A esto se agregan los cambios tributarios que se iniciaron en 1984 y se consolidaron con la reforma tributaria en 1990, que logró consenso de todos los sectores políticos, y que significa básicamente que la tasa de tributación de las empresas sea mucho más baja que la tasa de tributación de las personas. La primera fue de 10% en 1984 y después llegó al 15% en 1990, mientras que la segunda alcanzó una tasa máxima marginal de 45%.

Existen incentivos para que las empresas retengan utilidades en ellas, pagando la tasa del 15%; al retirar las utilidades esos ingresos se califican como ingresos personales y, como tales, tributan tasas marginales de 30 o 35% en promedio. El ahorro de las empresas aumenta desde 3,5% del PIB en el período 1980-1984, hasta llegar a un 16% entre 1990 y 1994.

Hay que destacar algunos elementos porque, gracias a ellos, se ha podido avanzar con mayor seguridad en la profundización financiera y en la liberalización e internacionalización del sector financiero.

Entrada de capitales

El primer elemento que hace posible la profundización del mercado de capitales es el aumento significativo en la tasa de ahorro nacio-

nal, mientras que el segundo es el incremento en la entrada de capitales, fenómeno que ocurre en toda América Latina a partir de 1990, como consecuencia de la fuerte baja de tasas de interés en Estados Unidos, generando un aumento en la entrada de capitales hacia la región, desde US\$18.000 millones en 1990, hasta US\$66.000 millones en 1993, siendo este último el monto máximo.

Desde el punto de vista de entrada neta de capitales, en el caso chileno es del 6% del PIB, que se mantiene durante todo el período. A mayor ahorro nacional y a mayor entrada de capitales, se hace prácticamente indispensable aumentar la flexibilidad en las alternativas de inversión en el mercado de capitales, en particular por parte de las administradoras de fondos de pensiones y también por parte de los bancos y las otras instituciones financieras.

En 1994 se hizo una reforma profunda al mercado de capitales para facilitar la creación de fondos de inversión de capital de riesgo y de empresas titulizadoras, y además se flexibilizó fuertemente la inversión de las administradoras de fondos de pensiones, en términos del tipo de instrumentos en que pueden colocar sus recursos. Después de la reforma, estas administradoras pueden invertir no sólo en papeles del Estado o en letras hipotecarias, sino también en empresas sin historia, vale decir, en proyectos nuevos de inversión que presenten las empresas. En ese momento se comenzó un proceso de apertura en el cual se les permite crecientemente a estos fondos de pensiones invertir en el extranjero. En agosto de 1992 se amplió el margen de expansión hasta un 3% de los activos acumulados y en noviembre de 1994 ese margen se aumentó a un 6%.

Se está hablando de fondos de pensiones que están acumulando prácticamente la mitad del PIB, en términos de fondos acumulados y, por lo tanto, este proceso de flexibilización se hace indis-

pensable para lograr una buena rentabilidad en esos fondos de pensiones y una eficiencia en ese proceso de inversión.

¿Qué ocurrió con los bancos?

Los bancos habían sufrido una profunda crisis en 1982 y tenían una deuda subordinada de varios miles de millones de dólares con el Banco Central, proceso que se fue dilatando; por la forma como se resolvió el problema en 1982-1983 y los aspectos jurídicos que lo rodearon, no fue posible revisar la legislación mientras no hubiera un consenso con los bancos para renegociar el pago de esa deuda, el cual sólo se produjo en 1995.

Una banca sobreendeudada no podía entrar en el proceso de flexibilización y mayor apertura en que estaba el resto del sistema financiero y de la economía chilena. Sólo en 1995, a través de una ley, se crean condiciones para resolver mejor el problema de la deuda subordinada con el Banco Central; es decir, se introduce legislación que permite liberalizar adicionalmente el sistema bancario. El problema de la deuda subordinada “se resuelve” mediante la estipulación de un plazo indefinido para el pago de esa deuda –arreglo que se hizo en 1982–; así los bancos eran las únicas entidades en Chile que tenían un plazo infinito para pagar sus deudas. Se ha logrado, después de un gran esfuerzo, ponerles un plazo de 40 años para hacerlo. Los bancos se han comprometido a realizar un pago mínimo y de no cumplirlo deberán entregar acciones por ese valor al Banco Central, de tal modo que se produciría un cambio en la composición del capital de las entidades que no puedan cumplir con esa obligación.

Los bancos que entran en este nuevo esquema pueden ampliar su giro hacia negocios como el factoring, el leasing, los fondos de in-

versión, la titularización, etc., así como también entrar en un proceso en el cual ya han estado hace años las empresas chilenas: la internacionalización de la banca.

El proceso de apertura por el lado real incluyó la posibilidad de que las empresas chilenas invirtieran con bastante libertad en el exterior, proceso que ha llevado a una inversión de unos US\$10.000 millones, principalmente en Suramérica. Los bancos se habían quedado fuera de este proceso, debido a las consecuencias de la crisis financiera de 1982.

De acuerdo con lo anterior, podría concluirse que:

- La gradualidad es un elemento fundamental en los procesos de apertura, tanto comercial como financiera.
- Como lo demuestra la literatura reciente, el proceso de apertura financiera no sólo debe ser gradual sino que ha de estar antecedido por un proceso de apertura en el lado real de la economía y por toda la reestructuración y readecuación que las reformas económicas implican. Esto es necesario para que el sector financiero pueda enfrentar efectivamente la competencia externa y un proceso de desregulación o, si se quiere, de autorregulación, en vez de una regulación impuesta desde el Estado.
- Es indispensable, en un proceso de apertura financiera, evitar la tentación de usar el tipo de cambio como un instrumento de estabilización económica.

La política de tipo de cambio fijo ha sido altamente riesgosa y, en algunos casos, nefasta en América Latina; esta política lleva habitualmente a un atraso cambiario que disminuye drásticamente la rentabilidad de los sectores productores de bienes transables

y que, como consecuencia, provoca un deterioro en la calidad de la cartera de los créditos bancarios obligando a un *roll over* de esos créditos en el tiempo y a presionar, por lo tanto, el sostenimiento de una tasa de interés alta.

Esto, respecto del impacto en el sector financiero; por el lado de la economía real, la apreciación del tipo de cambio, resultado de una política de cambio fijo, genera déficit en la balanza de pagos y en la cuenta corriente, que a la larga es insostenible. Cuando una economía está llegando a un déficit en cuenta corriente del orden de un 5% del PIB, hay que tener cuidado con las expectativas de devaluación, pues esa economía seguramente está en una fase de exceso de gasto interno que va a obligar a una política financiera restrictiva de altas tasas de interés que, a su vez, van a hacer subir en algún momento la inflación y llevar a apreciaciones reales adicionales del tipo de cambio.

- Eliminar el déficit fiscal antes de la apertura financiera es comprarse un seguro poderoso para evitar que, en presencia de un déficit fiscal alto, se mantenga un diferencial de tasas de interés internacionales respecto a las tasas internas e impedir que la tasa de interés doméstica que supera la tasa de interés internacional más las expectativas de devaluación, genere un flujo de entrada de capitales muy acelerado, que a su vez presiona hacia abajo el tipo de cambio y convierte a las economías en una especie de rehenes de las decisiones que toman los inversionistas institucionales en otros países. Cuando eso ocurre, no hay ninguna salida, excepto hacer rápidas correcciones en la política cambiaria e introducir sin piedad mecanismos de restricción a la entrada de capitales de corto plazo que permitan salvar la política de tipo de cambio real, que es el elemento central de estabilidad. Esto permitirá que el proceso de apertura vaya acompañado, al mismo tiempo, de un aumento signifi-

cativo en la tasa de inversión, que es la que al final va a poner el sello de garantía a lo que el país está haciendo en materia económica.

En Chile no sólo se ha usado la fluctuación con un tipo de cambio alrededor de una canasta de moneda, sino que se ha puesto encaje a los créditos externos –de un 30%, en el primer año de crédito– y se ha mantenido una restricción de repatriación en la inversión extranjera; el capital debe permanecer por lo menos un año en el país, con lo cual, de hecho, se deja fuera de las posibilidades de inversión a la inmensa mayoría de los inversionistas institucionales de otros países, particularmente los fondos de pensiones de Estados Unidos. Si no se hubiera hecho así, se habría tenido un fenómeno de enfermedad holandesa extraordinariamente fuerte.

En efecto, durante los cuatro años que estuve al frente del Ministerio de Hacienda uno de los problemas más frecuentes era cómo frenar la caída del tipo de cambio que se habría producido, la apreciación real, si hubiéramos sido más liberales en materia de apertura de la cuenta de capitales.

- Este proceso debe ir acompañado de una liberalización gradual para la salida de capitales del país, la inversión en el extranjero, la repatriación de utilidades de la inversión extranjera, la permanencia de parte o de la totalidad del retorno de divisas de los exportadores en el exterior; en fin, una política equilibrada de regulación de entrada y de mayor apertura en la salida de los capitales, de tal manera que se asegure que las variables reales –tipo de cambio, tasas de ahorro– mantengan una trayectoria predecible. Como consecuencia de ello, el premio al final está en la votación que hacen los empresarios todos los días en el mercado cuando deciden si invierten o no.

En el caso chileno, éste es tal vez el aval de dichas políticas, después de una larga experiencia matizada de errores tan graves como los que se cometieron en la primera fase de la liberalización entre 1974 y 1984; diez años de una política mal enfocada. Después de ello se ha convergido hacia una política económica en que los empresarios y los capitalistas han votado con su bolsillo, y la mejor prueba de la buena orientación de la política es que esa economía está hoy día sosteniendo, ya por varios años, tasas de inversión entre 27 y 28% del PIB, lo cual permite a su vez esperar una relativa permanencia de tasas de crecimiento de alrededor del 7% del producto anual.

LA REFORMA FINANCIERA Y EL SECTOR
BANCARIO: VISION GENERAL DE
ASPECTOS ESCOGIDOS

Jozef van't Dack*
Bank of International Settlements

* *Agradecimientos especiales a Philip Turner; pues muchos puntos en este documento son el resultado de discusiones e investigaciones realizadas con su colaboración. Sin embargo, la responsabilidad por cualquier error que pueda existir es únicamente del autor.*

Introducción

Durante las pasadas dos décadas, la tendencia hacia mercados financieros con mayor libertad y apertura ha sido casi universal, abarcando tanto las economías emergentes como las del mercado. Este proceso ha sido impulsado por una variedad de factores, entre los que se destaca el deseo de estimular el ahorro, de aumentar la productividad de la inversión y de manejar mejor el riesgo a través de una mayor eficiencia en la intermediación financiera; en estos momentos en los que el acceso a las fuentes internacionales de financiación ha estado limitado o restringido, la desregulación financiera doméstica ha sido vista como un instrumento alternativo para la movilización de recursos. El deseo de convertirse en un centro financiero internacional o regional también ha motivado a varias comunidades a abrir sus sectores domésticos. Sin embargo, en muchos casos la decisión de reformar el sistema financiero se ha tomado con algo más de precaución.

Por otra parte, la incapacidad de mantener la efectividad de préstamos directos y los controles sobre las tasas de interés dentro de un ambiente de desintermediación bancaria acelerada han forzado a muchos gobiernos a aceptar y a apresurar la liberalización financie-

financiera. De igual forma, las presiones competitivas que provienen del crecimiento inexorable de los mercados financieros internacionales, así como el desarrollo de nuevos servicios financieros en el exterior, impulsado en gran parte por el progreso de la tecnología y de las comunicaciones, han obligado a muchos países a seguir las tendencias de liberalización más allá de sus fronteras.

El concepto de reforma financiera puede comprender muchos elementos cuyas implicaciones, marcadamente diferentes, con frecuencia se relacionan con la eliminación de controles cuantitativos sobre el crédito y las tasas de interés. Una interpretación más amplia podría incluir un relajamiento de las distinciones tradicionales entre actividad bancaria y no bancaria, un régimen más liberal de entrada al sector financiero (incluyendo la privatización) y una mayor actitud de apertura hacia la innovación financiera. Un régimen no restringido sobre cuentas de capital externas es un elemento adicional importante en la desregulación financiera, que tiene implicaciones especialmente importantes para la operación de políticas monetarias y para las actividades bancarias.

Cada uno de estos aspectos de la reforma financiera, independientemente o en conjunto, ha suscitado mucho interés en los últimos años. Este interés ha reflejado la aún mayor conciencia que existe acerca de la trascendencia de un sistema bancario sólido y competitivo para la implementación y éxito de políticas orientadas hacia un equilibrio macroeconómico.

Un buen ejemplo de esta conciencia es el reciente estudio elaborado por Lindgren *et al.* (1996), en el cual se discuten las complejas relaciones entre la vitalidad del sistema financiero y el rendimiento macroeconómico. Un importante elemento de estas relaciones es el papel vital que desempeña el sistema financiero dentro del sistema

de pagos¹. Las reformas casi siempre afectarán la manera como el sistema financiero cumple su papel y podrían, por tanto, ejercer un impacto indirecto importante sobre el funcionamiento de la economía real. Si las reformas ponen al descubierto un sector bancario débil, el sistema de pagos podría sufrir un colapso, forzando por tanto a las autoridades a invertir cuantiosas sumas provenientes de fondos públicos para recapitalizar las instituciones financieras y proteger el sistema de pagos.

A los gobiernos, sin embargo, no siempre les ha sido posible rescatar entidades en dificultades, por lo cual muchas reformas han terminado en crisis financieras. Sundararajan y Baliño (1991), y más recientemente Caprio y Klingebiel (1996), analizan situaciones de este tipo en varios países.

Según Goldstein y Turner (1996), el costo de dar una solución a estas crisis bancarias ha sido enorme, particularmente para economías emergentes en las cuales la frecuencia de este fenómeno ha tendido a ser muy alta durante el reciente período de liberalización financiera².

Dentro de dicho escenario, este artículo se enfoca hacia las implicaciones de la reforma financiera sobre la capacidad de las autoridades monetarias para mantener la estabilidad financiera en un sistema financiero liberalizado, y sobre la solidez de los bancos comerciales³. Aunque muchos otros aspectos de la reforma financiera merecen atención, no se discutirán en detalle.

1. Ver, por ejemplo, Zahler (1993).

2. La crisis del Banco Nórdico a fines de los años ochenta y comienzos de los noventa, y la de las instituciones de ahorro de los Estados Unidos en la segunda mitad de los ochenta, tuvo un costo de entre 3 y 8% del PIB. Los costos de solución para las economías en proceso de surgimiento han sido del orden del 10% del PIB, habiendo llegado hasta el 25%.

3. La concentración sobre el sector bancario, más que sobre el sector financiero en conjunto, refleja el hecho de que la banca continúa siendo la parte dominante dentro de la intermediación financiera, especialmente en países en vías de desarrollo.

Un aspecto importante, que aún se somete a intensos debates, es el impacto de la liberalización financiera sobre la movilización de recursos y la eficiencia de la inversión y de la intermediación. Recientes estudios al respecto, realizados dentro del contexto de países tanto desarrollados como en vías de desarrollo, se encuentran en Andersen y White (1996), Edey y Hviding (1995), Fry (1996) y Schiantarelli *et al.* (1994). En general, estos estudios sugieren que las reformas financieras contribuyen a la canalización de recursos hacia usos más eficientes, aunque su impacto sobre el ahorro doméstico y familiar es mucho menos evidente.

Una consideración importante es que la reforma tiende a aumentar la eficiencia de la intermediación financiera, siempre y cuando las instituciones que efectúan la intermediación de fondos dentro del nuevo ambiente liberal sean sólidas. Johnston y Pazarbasioglu (1995) estimaron, en una muestra de 40 países industrializados y en vías de desarrollo, que el crecimiento promedio y la productividad de la inversión (medidas como la relación entre la producción y el capital) mejoraron significativamente en aquellos estados que lograron evitar dificultades en sus sectores financieros durante el período de la posreforma, mientras que los países que experimentaron crisis financieras registraron una aguda reducción en su crecimiento y productividad, como resultado de la reforma. Esto, en ocasiones, ha presentado el interrogante de si la eficiencia de la colocación no podría caer aún más si el sistema financiero fuese liberalizado y se permitiese que ciertos elementos de debilidad llevasen a fracasos bancarios o a colapsos del mercado.

Otro tema muy poco mencionado es el análisis de la velocidad y ordenación secuencial de la reforma financiera. La literatura contiene pocos principios generales que pudiesen aplicarse a todas las economías en proceso de reforma, por lo que regularmente se adopta un enfoque pragmático. De estos estudios se saca una conclusión

importante: la solidez del sistema financiero es un determinante esencial del paso y secuencia de las reformas⁴.

Reforma y operación de la política monetaria⁵

Un enfoque tradicional en las discusiones sobre política monetaria consiste en distinguir entre instrumentos, objetivos inmediatos y objetivos finales de política. La reforma financiera afecta la esencia de la mayor parte de estos elementos, y cambiará las relaciones tradicionales entre ellos, establecidas durante el período de la prerreforma. La necesidad de reacondicionar el banco central, de redefinir sus objetivos y de reinterpretar los canales de transmisión implica el riesgo de perder una gran parte del control monetario durante la transición hacia un sistema financiero liberal.

Una de las consecuencias más visibles de la reforma financiera es la necesidad de que el banco central remplace los instrumentos cuantitativos con base en topes de crédito y controles sobre las tasas de interés, mediante instrumentos que dependan de mecanismos del mercado (tales como las operaciones del mercado abierto). En principio, los instrumentos de política indirectos que buscan tener un efecto sobre las condiciones financieras a través de operaciones basadas en el mercado o de tipo de mercado son más eficientes que los controles cuantitativos. Normalmente, estos últimos han ido desapareciendo por el hecho de que los negocios financieros se han alejado de los canales tradicionales y por la globalización de los mercados financieros⁶. Sin embargo, los mercados

4. *Extensos estudios sobre los aspectos de esta área, junto con referencias adicionales, pueden encontrarse en Bisat et al. (1992), Atiyas et al. (1994), Galbis (1994 y 1995) y Johnston (1994).*

5. *Para una explicación más amplia sobre los temas de política monetaria y reforma financiera, ver Kahn y Sundararajan (1991).*

6. *Más aún, según lo anotan Mathieson y Haas (1995), la implementación de la política monetaria dentro de un contexto de política monetaria también permite minimizar los riesgos del crédito a los cuales está expuesto el banco central en la utilización de instrumentos más directos, tales como sus facilidades crediticias.*

financieros necesarios para la utilización efectiva de herramientas indirectas de política frecuentemente requieren desarrollarse en momentos en que las reformas entran en vigencia. Por ejemplo, los mercados interbancarios podrían encontrarse aún en la fase embrionaria, dado que tales mercados no logran desarrollarse dentro de condiciones de control financiero estricto, en las cuales el manejo de liquidez de los bancos se hace principalmente mediante préstamos y depósitos en el banco central, a tasas de interés fijas. Igualmente, los mercados para papeles triple A a corto plazo, tales como bonos del Tesoro, podrían no hallarse disponibles a medida que la financiación gubernamental tiende a estar limitada a tomar en préstamo de instituciones financieras cautivas, a tasas de interés arbitrarias⁷. En varios países, la ausencia de papeles gubernamentales triple A en los cuales basar las operaciones del mercado abierto (ya sea porque el gobierno no requiere financiación –como en el caso de Taiwan– o porque rehúsa aceptar las tasas de interés del mercado para su deuda) ha forzado al banco central a subastar sus propios papeles valores. Con todo, si sus utilidades son ya de por sí reducidas, y la búsqueda de estabilidad financiera hace necesarias altas tasas de interés, la confiabilidad de los papeles valores del banco central podría ser sólo temporal y de un alcance limitado.

El desarrollo de los mercados financieros que se requiere para implementar políticas monetarias a través de instrumentos indirectos frecuentemente necesita el apoyo oficial. Hace falta construir una infraestructura de mercado adecuada; la intervención del banco central en mercados inmaduros es con frecuencia necesaria para inculcar algún grado de confianza en cuanto a que la volatilidad excesiva será contrarrestada; además, se requiere introducir reglas y meca-

7. Para comentarios extensos sobre cómo adoptar instrumentos indirectos de política monetaria y desarrollar una variedad de mercados, ver Alexander et al. (1995); Johnston y Brekk (1991) y Turner y Van't Dack (1996).

nismos de supervisión, y las autoridades tendrían que asumir el papel de protagonistas del mercado para garantizar el desarrollo de mercados secundarios líquidos, especialmente en países con pocas instituciones financieras, donde el involucramiento de las autoridades monetarias para asegurar que los mercados se desarrollen y sobrevivan tiende a ser extenso⁸.

Por otra parte, mientras que los beneficios del apoyo oficial en la ayuda para el desarrollo de los mercados son incuestionables, los costos de posibles conflictos entre la meta del apoyo al mercado y el papel del banco central en la política monetaria han sido altos, por lo cual el objetivo de estabilidad de precios a menudo ha tenido que dar paso a consideraciones de estabilidad del mercado. El doble objetivo de desarrollo del mercado y de un control monetario efectivo podría, por tanto, requerir un período de transición, durante el cual el manejo de liquidez basado en los métodos indirectos, más modernos, coexista con una confiabilidad continuada sobre los instrumentos de control monetario más directos. Así, la mayor parte de los países industrializados aún conservan instrumentos directos, tales como requerimientos de encaje y facilidades de crédito para los bancos centrales, aunque todos han eliminado ya los controles de liquidez cuantitativos y ajenos al tipo de mercado.

Aun si los mercados se desarrollasen, su estructura podría adoptar formas que complicarían la tarea del control monetario. La dependencia sobre tipos de instrumentos indirectos no sólo requiere mercados, sino participantes solventes del mercado, sujetos a competencia y disciplina dentro del mismo. Como se discutirá en detalle más adelante, las instituciones financieras que no estén capitalizadas en forma adecuada podrían tender a competir temera-

8. Tanto en Islandia como en Malta, la reforma financiera del mercado dependió básicamente de la iniciativa del banco central.

riamente por fondos dentro de los nuevos mercados, ofreciendo tasas de interés demasiado elevadas, mientras que posibles situaciones de confabulación entre instituciones financieras podrían resultar en niveles excesivamente bajos en las tasas de interés. De esta manera, si los mercados financieros no crecen demasiado, los cambios de políticas podrían producir un grado de volatilidad no deseado en las tasas de interés y en otros precios de activos, lo cual forzaría a las autoridades a actuar con mayor cautela al tomar decisiones.

Además de complicar la implementación de la política monetaria, la liberalización financiera también podría complicar la evaluación del estado de la política monetaria. Los agregados monetarios, que en los años anteriores a la reforma habían sido guías confiables para la política, no sólo por su relación predecible con los objetivos finales de la política monetaria sino también por su fácil control, podrían resultar distorsionados durante el proceso de la reforma.

La intermediación y la profundización financiera resultantes de la eliminación de restricciones cuantitativas sobre la actividad bancaria aumentan típicamente los conceptos de un mayor ajuste monetario en relación con el PIB, a la vez que disminuyen la de conceptos más estrechos de la amplitud monetaria (moneda en circulación y encaje bancario en el banco central). En el cuadro 1 se observa que, en la mayoría de los países, la relación de M2 al PIB aumentó significativamente durante los últimos quince años. En algunos de ellos, esto estuvo acompañado por una disminución en la tasa de ajuste monetario en relación con el PIB⁹. Estos cambios tienden a hacer que la política monetaria, anteriormente calibrada con base en la tendencia de estas variables, quede a la deriva, ya que será difícil establecer qué parte del cambio en las relaciones constituye un ajuste normal a la reforma, y qué parte podría ser un indicio de tendencias de desequilibrio.

9. Especialmente en Argentina y México, la caída de la relación entre la estrechez monetaria y el PIB fue fuerte durante los últimos quince años.

En principio, las ecuaciones de demanda de dinero que contengan condiciones apropiadas de tasas de interés deberían poder predecir la cuantía de los cambios de portafolio provenientes de la liberalización de las tasas de interés; sin embargo, los estimativos para tales ecuaciones, basados en observaciones del período anterior de controles sobre tasas de interés, podrían ser poco confiables (ver Tseng y Corker, 1991). Las autoridades monetarias que apuntan a un PIB/M2 podrían perseguir políticas demasiado estrechas, ya que no permiten una intermediación financiera creciente, mientras que aquellos bancos centrales que dependen de objetivos intermedios estrechamente relacionados con sus propios balances (encaje bancario, por ejemplo) podrían seguir políticas demasiado relajadas, ya que la caída estructural en su objetivo seleccionado no sería totalmente identificada¹⁰.

Una complicación adicional es que, aun si se pudiera identificar el impacto del ajuste sobre los valores de cartera, la liberalización financiera podría alterar las relaciones tradicionales entre la demanda de dinero y sus determinantes –ingreso y tasas de interés– y, por tanto, también la capacidad del banco central para afectar la demanda agregada de una forma confiable y predecible. Muchos estudios han enfocado los temas de la estabilidad a corto y largo plazos de las funciones de demanda monetaria en condiciones de liberalización financiera¹¹. Aunque son pocos los resultados de estos estudios que tienen aplicación universal, uno que sí la tiene es el de que la relación a corto plazo entre el dinero y la inflación o el ingreso se ha vuelto mucho menos predecible a raíz de la reforma financiera.

10. Ver Bisat et al. (1992). Según Tseng y Corker (1991), muchos bancos centrales podrían optar por objetivos intermedios sobre agregados monetarios relativamente estrechos antes de la reforma, dado que dichas variables pueden controlarse con mayor facilidad y tendrían una relación confiable con la actividad económica, debido a la estabilidad del multiplicador monetario en un ambiente financiero reprimido.

11. Los estudios empíricos que presentan resultados de todo el país incluyen a Arrau et al. (1991), Blundell-Wignall, Browne y Manasse (1990), Copelman (1996), Filosa (1995), Hamann (1955), y Tseng y Corker (1991).

Cuadro 1
Indicadores monetarios

	Amplitud monetaria* como porcentaje del PIB		Crédito bancario al sector privado como porcentaje del PIB		Tasa de interés real a corto plazo**	
	1981-84	1991-94	1980	1994	1980	1994
	Promedio					
Argentina	21,6	15,1	16,6	18,0	-2,2	3,2
Brasil	15,6	27,6	17,5	26,1	-22,7	46,3
Chile	22,1	27,7	34,7	46,7	6,3	5,9
Colombia	30,7	32,5	14,3	19,3	8,1	5,6
México	31,4	32,6	15,6	46,3	-4,5	1,7
Venezuela	41,3	30,7	27,5	9,2	-10,7	-18,5
India	39,3	30,7	22,2	24,1	-10,1	-4,1
Indonesia	18,3	44,9	14,2	49,8	-9,8	3,5
Corea	34,7	41,1	38,8	49,0	-4,7	6,0
Malasia	58,2	81,6	39,2	78,2	-0,7	1,3
Taiwan	79,1	175,3	49,2	141,1		2,1
Tailandia	46,1	76,3	30,1	91,7	-6,1	3,2
<i>Memorando</i>						
Estados Unidos	63,0	62,1	64,5	62,8	-1,6	1,6
Japón	91,9	109,6	78,6	98,9	2,7	1,3
Alemania	55,9	67,9	84,7	116,8	3,8	2,6

* Dinero y cuasidinero.
** Reducido por la tasa de inflación anual promedio, excepto por Latinoamérica en donde las tasas de interés disminuyen por la tasa de inflación anual promedio.

Fuentes: IMF International Financial Statistics, y fuentes nacionales.

Un aspecto de esta inestabilidad, resaltada en Copelman (1996), es el impacto de la reforma financiera sobre la velocidad de ajuste de la demanda monetaria. A su vez, Filosa (1995) anota la significativa diferencia de la sustitución de la moneda dentro de un ambiente liberalizado, como explicación de los cambios en las ecuaciones de demanda de dinero en Europa.

Se ha encontrado menos uniformidad en los países en relación con la estabilidad a largo plazo de la demanda monetaria, como resultado de la liberalización financiera: en algunas naciones industrializadas, analizadas en Blundell-Wignall *et al.* (1990), no se hallaron tendencias inherentes a la estabilidad a largo plazo. Tseng y Corker (1991) detectaron un mayor grado de estabilidad a largo plazo en Asia, al igual que Copelman (1996) en algunos países latinoamericanos. En todos ellos, la incertidumbre creada por la liberalización financiera implica entonces que los agregados monetarios ya no pueden ofrecer suficientes avisos de alerta confiables, ni ser indicadores de problemas en proceso de gestación, pero aun en la determinación de la orientación a mediano y largo plazos de la política monetaria, su valor como resultado de la reforma podría cuestionarse.

La disminuida confiabilidad de los agregados monetarios como indicadores para calibrar las políticas monetarias, así como su impacto sobre la demanda agregada, ha inducido a muchos bancos centrales a utilizar en su lugar tasas de interés para evaluar y dirigir las políticas. La reforma financiera, sin embargo, es susceptible de introducir incertidumbre en los canales de las tasas de interés, en dos aspectos importantes.

Primero, es posible que la reforma cambie drásticamente la estructura del sistema financiero, a medida que se desarrollan nuevos mercados e instrumentos y se levantan las barreras existentes entre las actividades de las instituciones financieras. La velocidad, tamaño y rango de los cambios en las tasas de interés del mercado, como respuesta a cambios de tasas controladas mediante políticas, podrían variar mucho, dependiendo de las características específicas (y continuamente cambiantes) de los mercados financieros de cada país.

Segundo, la reforma financiera podría causar una importante transformación en los balances de los hogares, las compañías y las instituciones financieras (no por el impacto causado por la eliminación de las res-

tricciones existentes sobre la liquidez). Dependiendo de cómo se recompongan los portafolios de activos y pasivos, los cambios en las tasas de interés podrían tener efectos totalmente diferentes sobre la demanda agregada¹². Con la globalización acompañando la liberalización financiera, la tasa de cambio podría también adquirir una mayor importancia dentro de un sistema financiero desregulado, pero su valor como una meta, o cómo un indicador intermedio de la política monetaria, también presenta incertidumbres si la reforma en otras partes del país libera fuerzas que modificarían el valor de equilibrio de la tasa de cambio.

Para que la tasa de cambio sea un objetivo confiable, las autoridades necesitarían poder distinguir estas tendencias fundamentales del impacto de sus propias acciones monetarias¹³.

Las crecientes dificultades en la interpretación del contenido de la información de las variables financieras individuales dentro de un ambiente liberalizado han llevado a varios bancos centrales a abandonar las estrategias de objetivos intermedios, a cambio de objetivos más próximos a los de la política monetaria. Un buen número de países industrializados (tales como Australia, Canadá, Finlandia, Nueva Zelanda, España, Suecia y el Reino Unido) apuntan ahora hacia objetivos específicos de inflación¹⁴. Más aún, muchos de ellos han decidido remplazar objetivos únicos con una amplia gama de indicadores, como apoyo en la implementación de políticas monetarias. Una mezcla de objetivos intermedios tradicionales, combinada con variables de actividad, precios de bienes, y posiblemente

12. Se pueden encontrar extensas discusiones sobre estos temas, al igual que críticas sobre las experiencias de los más importantes países industrializados, en BIS (1995) y en Anderson y White (1996).

13. Una mayor confiabilidad sobre los mecanismos del mercado también implica que se deben tener más en cuenta las percepciones del mercado, y que las políticas monetarias deberán ser transparentes (ver Andersen y White, 1996).

14. Para una discusión sobre esto, ver el capítulo 4 del último Informe Anual de BIS (BIS, 1996).

precios de activos, conforman un conjunto de tales indicadores múltiples. Por último, el rápido crecimiento de mercados derivados ha suministrado una gran cantidad de información a los responsables de la formulación de políticas, que tal vez no es decisiva aún en la determinación de políticas monetarias, pero que ofrece una valiosa percepción sobre las expectativas del mercado y sobre su grado de incertidumbre.

Crecimiento del crédito como resultado de la liberalización

Un desafío especialmente difícil, al que han tenido que enfrentarse muchos países que persiguen la liberalización financiera, ha sido cómo manejar el creciente crédito, que en gran parte no responde a las altas tasas de interés reales (ver cuadro 1). Con frecuencia, estos auges de crédito han sido seguidos por contracciones y depresiones financieras igualmente repentinas y agudas, especialmente en Latinoamérica y en los países industrializados más pequeños (ver Borio *et al.*, 1994; Hausmann y Gavin, 1996; Drees y Pazarbasioglu, 1995; Kaminsky y Reinhart, 1996), mientras que en Asia se ha encontrado menos evidencia al respecto. Johnston y Pazarbasioglu (1995) también anotan que los países en donde los esfuerzos reformistas han desembocado en situaciones de crisis han sido aquellos en donde el crédito creció más rápidamente, alcanzando –en términos del PIB– un nivel muy cercano al de la amplitud monetaria.

Así, puede prepararse una larga lista de factores, tanto para la demanda como para la oferta del crédito, que explican la tendencia del crédito a crecer con fuerza una vez que se ha liberalizado el sistema financiero.

1. La liberación de demanda reprimida durante largo tiempo mediante topes al crédito y controles sobre las tasas de interés.

2. Una sensación de euforia en las primeras etapas de la reforma, particularmente cuando ésta va acompañada de reformas políticas en otras áreas. Las perspectivas de un crecimiento económico más acelerado y de una tasa de inflación reducida tienden a estimular las expectativas de un crecimiento del ingreso permanente más sólido que podría soportar una expansión significativa de la demanda de crédito.
3. Una apreciación incorrecta del nivel actual de las tasas de interés reales. Ver las tasas de interés en las actuales condiciones estables de precios en el espejo de la alta inflación de ayer podría hacer parecer muy bajas aún las tasas de interés nominales, en términos reales.
4. Regímenes impositivos que reducen significativamente las tasas de interés después de impuestos¹⁵.
5. La recolocación de los portafolios de los bancos hacia créditos anteriormente restringidos. En algunos países (México) se buscó consolidar el sector público dentro de un contexto más amplio de reforma económica, y se redirigió una gran parte de los activos de los bancos, que estaban cautivos en préstamos del sector público, hacia el crédito privado.
6. Un agudo aumento de los fondos a disposición de los bancos, a medida que la profundización financiera estimula el ahorro (sobre todo si está apoyado por seguros de protección de depósitos),

15. *La burbuja de crédito que se presentó en los países nórdicos a finales de los años ochenta y comienzos de los noventa fue provocada en gran parte por las consideraciones impositivas. Ver Drees y Pazarbasioglu (1995), e Ingves (1995). Vihriälä (1996) documenta el impacto del peligro moral sobre el crecimiento del crédito en Finlandia en la segunda mitad de la década de los ochenta.*

que los requerimientos de encaje se reducen y que se simplifica el acceso a los mercados financieros extranjeros¹⁶.

7. Una lucha por compartir la participación en el mercado, o mayores utilidades a partir de la liberalización (especialmente cuando estaba acompañada de una disminución en las barreras de entrada), que incitó a un comportamiento de préstamos más dinámico.
8. Bajos requerimientos de capital al comienzo del período de reforma, ofreciendo incentivos de préstamos cada vez mayores a proyectos de alto riesgo.
9. La incapacidad de medir inicialmente en dónde estaban los límites prudentes para una expansión crediticia dentro de un ambiente sin restricciones¹⁷.

Por otra parte, puede presentarse una situación especialmente peligrosa en situaciones en las que el auge del crédito contribuye a un rápido crecimiento en los precios de los activos. En el gráfico 1 se ilustra lo bien correlacionados que han estado el crecimiento de los préstamos y el aumento en los precios de los activos en muchos países industriales. La demanda de crédito acumulada, liberada después de la reforma, se dirige a menudo hacia áreas que estaban

16. *Algunos otros han hecho énfasis sobre la importancia de ingresos de capital en la financiación del auge del crédito (Hausmann y Gavin, 1995; McKinnon y Pill, 1966; Sachs, Tornell y Velasco, 1996). Los últimos autores, sin embargo, anotan que los auges de crédito también tuvieron lugar en otros países mucho después de que habían establecido su cuenta de capital (por ejemplo Indonesia y México), mientras que otros que enfrentaban grandes volúmenes de afluencia de moneda extranjera no experimentaron auges similares (por ejemplo Chile y Malasia).*

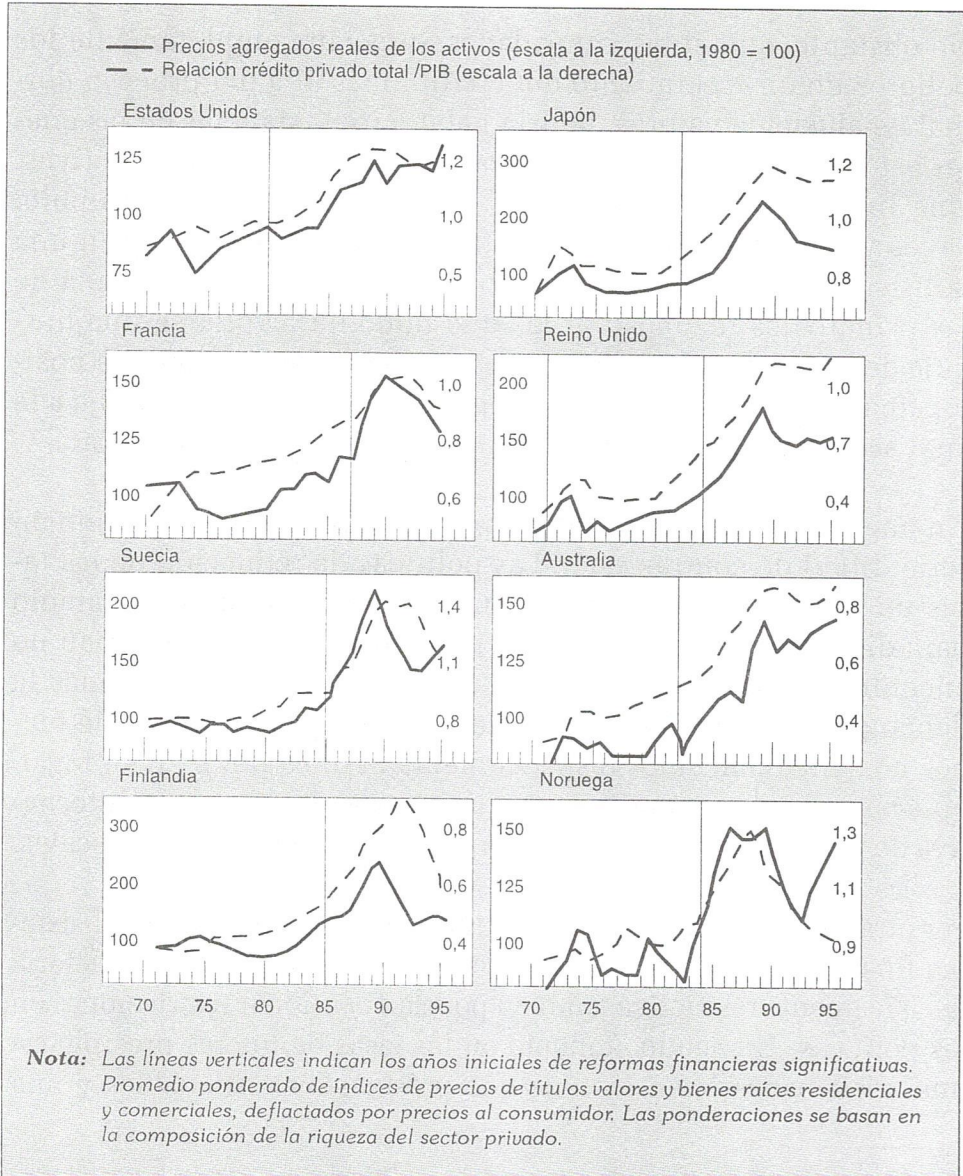
17. *Goldbrough et al. (1996) anotan que el rápido crecimiento del crédito en Chile a comienzos de los años ochenta sirvió para refinanciar un creciente volumen de préstamos en mora, seguido por una seria crisis bancaria.*

severamente restringidas, en especial la finca raíz¹⁸, y con frecuencia, también los créditos bancarios sirven para financiar compras en mercados de patrimonio prósperos. El resultante y rápido aumento en los precios de los activos (y a su vez el aumento de las garantías) ofrece incentivos para prestar aún más. Inevitablemente se presentarán problemas con un crédito malo, pero mientras que la burbuja de precios de activos continúe creciendo, las perspectivas a corto plazo de mayores utilidades reducirán las preocupaciones sobre pérdidas importantes en el mediano plazo.

Podría ser muy difícil para las autoridades monetarias manejar un auge crediticio, especialmente uno del último tipo, en la medida en que los prestatarios tienden a ser insensibles al nivel de las tasas de interés reales. Una dificultad evidente es cómo juzgar si el crecimiento en el crédito es una reacción normal a las restricciones anteriores o, por el contrario, si es un indicio de una posición demasiado suave de la política monetaria. Como las tasas de interés reales están abocadas a subir a medida que se elimina la represión financiera (ver gráfico 1), ver este aumento solamente como el resultado de una política monetaria apretada podría invitar a las autoridades a considerar el auge crediticio con demasiada benignidad. Además, los precios del consumidor podrían comportarse bien, aunque la inflación de los precios de los activos pudiera sugerir el surgimiento de una burbuja especulativa. Si la política monetaria se enfoca exclusivamente sobre los precios de los bienes, bien podría ser que no se estuviesen tomando las acciones adecuadas para

18. Miller y Weller (1991) afirman que en los mercados estadounidense e inglés para vivienda residual, se asoció una burbuja de precios con la liberalización financiera que aumentó la disponibilidad del crédito hipotecario. McKinnon y Pill (1996) también mencionan el impacto de la estabilización fiscal y de un cambio del régimen de la tasa de cambio (a una política de oscurecimiento del marco alemán) en el rápido crecimiento del auge crediticio en el Reino Unido. El auge especulativo de propiedad en los países nórdicos a fines de la década del ochenta también estuvo relacionado con el rápido crecimiento del crédito de la posreforma. Honohan (1996) anota que los banqueros frecuentemente "cazan en manada", especialmente al comienzo de un proceso de liberalización, cuando intentan aprender observando a otros banqueros. Un cambio en la actitud de un banco en relación con los beneficios de un aumento en el crédito a un sector en particular podría, por tanto, resultar en que el sector bancario completo reestructurara su portafolio de crédito.

Gráfico 1
Créditos y precios de activos reales agregados



Fuente: Reporte anual del BIS (1996).

contrarrestar la inflación de los precios de los activos y el auge de crédito que ésta alimenta¹⁹.

No obstante, aun si las autoridades aprecian completamente los peligros de un crecimiento del crédito más allá del proceso normal de ajuste de valores, podría haber circunstancias en las cuales estarían limitadas en la aplicación de restricciones efectivas. Una limitación obvia podría ser el régimen de tasa de cambio. Drees y Pazarbasioglu (1955), e Ingves (1995), identificaron una política monetaria no lo suficientemente apretada como una de las principales razones por las que pudo desarrollarse una burbuja de bienes raíces en los países nórdicos; empero, no era posible una mayor rigidez, dado el régimen de tasa de cambio fija a la cual se habían comprometido estos países en aquella época.

Un auge de crédito, alimentado por entradas de capital, también sería difícil de contrarrestar. Las políticas de reducción de las tasas de interés o de permitir el incremento de la tasa de cambio para disminuir el atractivo de la financiación externa podrían no encontrar el apoyo necesario, ya que ello estimularía aún más la demanda de crédito para financiar proyectos en el sector de bienes no comercializados (especialmente la finca raíz). En su lugar, optar por una intervención esterilizada podría no ser una alternativa de política viable, si ésta diese lugar a altos costos cuasifiscales.

Por otra parte, las preocupaciones referentes a la debilidad del sistema financiero doméstico para hacer frente a una política monetaria decisivamente restrictiva también podrían ocasionar restricciones en las políticas. Un agudo aumento en las tasas de interés precipitaría una crisis bancaria en caso de que préstamos cuestionables y una

19. Algunos analistas mencionan al Japón como ejemplo de esto. La posición de la política monetaria japonesa a comienzos de los noventa fue posiblemente la adecuada, dada la muy baja inflación de bienes de consumo, pero también pudo haber sido demasiado amplia para frenar la oleada en los precios de finca raíz y valores.

disponibilidad de fondos insuficiente afectaran los estados financieros de los bancos; adicionalmente, unas políticas estrictas ayudarían a disparar una repentina explosión de la burbuja especulativa de precios de activos, lo cual provocaría un problema aún más grave de préstamos dudosos. Además, habría resistencia a tasas de interés más altas en caso de existir temores acerca de que tales condiciones inducirían a los bancos a escoger proyectos con muy elevados niveles de riesgo (selección adversa), y podrían hacer que el mercado estuviese dominado por los prestatarios más temerarios.

Finalmente, vale la pena repetir el punto de que las nuevas herramientas de políticas del banco central podrían no ser completamente funcionales al comienzo del proceso de la reforma; por tanto, en el manejo del auge de crédito de la posreforma muchos bancos centrales han decidido complementar las formas de control monetario indirecto mediante antiguos instrumentos directos de política²⁰. Malasia, por ejemplo, interrumpió el proceso de determinación de las tasas de interés a través del mercado libre a mediados de los ochenta; Polonia dependió de topes para los créditos en 1990 y 1991, cuando la eficiencia de los instrumentos indirectos de políticas aún era cuestionable; también se usaron topes de crédito y límites sobre las tasas de interés en la República Checa a comienzos de los noventa para contener el rápido crecimiento del crédito. Sólo hasta hace poco el Banco de la República se reservó el derecho de reimponer topes a los créditos. Brasil y Singapur han impuesto restricciones sobre pagos iniciales y períodos máximos de repago para evitar auges en financiaciones al consumidor. En muchos otros casos se ha continuado con alguna dependencia sobre un sistema de requerimientos de encaje elevados, y posiblemente diferenciados,

20. Ver BIS (1966), capítulo 7, y Caprio (1994). La utilización de topes de crédito durante la transición a mercados más liberales y más desarrollados, en los cuales se pueda conceder plena confiabilidad a los instrumentos indirectos de control monetario, se discute en Farahbaksh y Sensenbrenner (1996). Ellos señalan que un enfoque hacia la reducción de las ineficiencias de los topes de crédito es permitir a los bancos comercializar márgenes de créditos no utilizados entre ellos mismos.

para controlar el crecimiento del crédito (por ejemplo, Indonesia, Malasia, Tailandia, al igual que Brasil en las primeras etapas del Plan Real)²¹. Para garantizar que el crecimiento del crédito sea por lo menos financiado por fuentes de financiación estables, algunos países (Tailandia) han adoptado relaciones préstamo-depósito más bajas. En muchos países asiáticos, el banco central continúa dependiendo de la persuasión moral para orientar los préstamos del banco hacia direcciones más prudentes. En algunos de ellos las regulaciones prudenciales, tales como las relaciones préstamo-valor, se han apretado (Hong Kong y Taiwan), o se han diferenciado según la solidez de la institución financiera (Malasia), para complementar las restricciones monetarias.

Reforma financiera y fragilidad bancaria

La liberalización financiera implica una profunda transformación del sector financiero en general, y del sector bancario en particular. La base sobre la cual comienza la reforma es poco más que un banco doméstico formal, que maneja la canalización de los ahorros familiares hacia prestatarios escogidos, a tasas de interés controladas, no tanto a discreción del banco como bajo dirección o instrucciones externas. Los bancos tienden a dominar el sector financiero (ver cuadro 2), pero aun si no lo hacen, la estricta segmentación del mercado mantiene la competencia entre los bancos y otras instituciones financieras bajo control²². Las relaciones entre los bancos comerciales y las autoridades –tanto fiscales como monetarias– son

21. Una ventaja adicional de mantener un sistema de requerimientos de encaje es que se mantiene el sector bancario relativamente líquido y solvente (y por tanto menos débil). Por otro lado, los requerimientos de encaje actúan como un impuesto sobre la intermediación bancaria.

22. En algunos países, tal sistema financiero reprimido ha causado que los mercados informales se desarrollen para suplir las necesidades de los pequeños ahorradores y prestatarios, y para explotar las distorsiones o fallas del mercado a las cuales lleva la represión.

generalmente muy buenas. La liberalización financiera genera un ambiente mucho menos protegido para los bancos comerciales. A medida que los préstamos directos se eliminan y la competencia con otros bancos e instituciones no bancarias –algunas posiblemente de origen extranjero– se realzan, los bancos se vuelven cada vez más responsables por el manejo de sus propios activos y pasivos. Aun cuando la liberalización se implemente de manera gradual, la adaptación a un nuevo ambiente probablemente hará aumentar la complejidad del negocio bancario. Si las instituciones, ya de por sí débiles antes de la reforma, tienen que enfrentar un riesgo aún mayor, esto significaría que una crisis financiera podría no estar lejos.

En esta sección se busca catalogar varios elementos de debilidad bancaria que podrían surgir, o agudizarse, una vez que el sector financiero se libere de una excesiva interferencia gubernamental. Muchos de estos elementos requieren iniciativas políticas, si la reforma ha de tener éxito. Algunos están relacionados con el manejo interno del banco, otros se refieren a la autoridad y manejo externos del banco y la infraestructura financiera, y otros más tienen que ver con el manejo económico en general.

Manejo interno del banco: punto de arranque y problemas de incentivos

Existe un sinnúmero de razones por las que los bancos pueden presentar situaciones de debilidad al comienzo del proceso de la reforma. Estas debilidades con frecuencia llevan a un comportamiento demasiado arriesgado, o a actitudes que no permiten que los mecanismos del mercado operen eficientemente.

La propiedad estatal de los bancos a menudo va de la mano con la represión financiera, ya que constituye el vehículo ideal a través

Cuadro 2
Estructura de la banca en países escogidos*

Participación de los bancos en la intermediación financiera**		Participación en activos de bancos estatales	Participación en depósitos de cinco grandes bancos	Participación en activos de bancos extranjeros
En porcentajes				
Argentina	98	36	37,5	21,7
Brasil	97	48	54,9	9,4
Chile	62	14	46,7	21,4
Colombia	86	23	24,5	3,6
México	87	28	61,9	1,2
Venezuela	92	30	57,2	1,2
India	80	87	47,3	7,3
Indonesia	91	48	-	3,7
Corea	38	13	38,1	5,1
Malasia	64	8	34,9	15,9
Taiwan	80	57	55,9	4,7
Tailandia	75	7	59,6	7,1
<i>Memorando</i>				
Estados Unidos	23	0	13,8	22,0
Japón	79	0	27,3	1,8
Alemania	77	50***	16,7	3,9
* La información generalmente se refiere a una reciente observación en el período 1993-1996.				
** Activos de los bancos como porcentaje de los bancos y las instituciones financieras no bancarias.				
*** No estrictamente comparable.				

Fuente: bancos centrales.

del cual se pueden organizar los préstamos directos, y se pueden sostener las condiciones del mercado cautivo. En el cuadro 2 se muestra cómo, en varias economías latinoamericanas y asiáticas, la propiedad estatal continúa estando presente. Pero un sector bancario dominado por el Estado no es sólo una característica de un país en desarrollo; también en economías industriales, pequeñas y gran-

des, la participación del gobierno en la propiedad de los bancos sigue siendo alta²³. Préstamos a tasas de interés subsidiadas, provisiones insuficientes para préstamos, capitalización de la tasa de interés y la renovación de préstamos cuestionables, el sobredimensionamiento, y una gerencia que experimenta dificultades para hacer frente a las presiones políticas, son algunos de los aspectos que se han detectado en bancos de propiedad del gobierno²⁴.

Un sector bancario con presencia del Estado puede también promover un sector bancario concentrado, en la medida en que la mayor parte de estos negocios se canalicen a través de un número reducido de bancos estatales, limitando así la participación del mercado a la que tienen acceso los demás bancos. En los sistemas financieros reprimidos, estos elementos de fragilidad rara vez llevan a una crisis financiera abierta, pero un ambiente más competitivo expondrá rápidamente el portafolio de préstamos cuestionables, las ineficiencias y la baja solvencia de un segmento potencialmente grande del sector bancario; no enfrentar este problema podría significar que aun un pequeño evento podría desencadenar una crisis bancaria global.

Una condición previa importante para la reforma podría ser, por tanto, la privatización preliminar o la disolución de los grandes bancos estatales. La privatización, sin embargo, podría resultar demasiado costosa si el portafolio de los préstamos del banco concedidos a tasas subsidiadas, o a sectores con perspectivas económicas cuestionables, tuviese que reestructurarse antes de poder atraer nuevo capital privado, mientras que la disolución de grandes bancos estatales –la del sector bancario monolítico en ciertas econo-

23. Ver Edey y Huiding (1995) para estadísticas relevantes en países industriales.

24. Por ejemplo, Goldstein y Turner (1996) observan que los costos de operación en sectores bancarios dominados por el Estado tienden a ser más elevados que aquellos en los cuales la propiedad privada es la norma.

mías de transición es probablemente el mejor ejemplo— en unidades especializadas más pequeñas, podría resultar en nuevos bancos con portafolios no diversificados (Hexter, 1966).

La falta de diversificación de la hoja de balances, aun fuera del segmento del sector bancario dominado por el Estado, es con frecuencia un legado indeseable de la represión financiera. Los préstamos dirigidos, los topes sobre las tasas de interés y los mercados financieros subdesarrollados son elementos contribuyentes a los estrechos portafolios de los bancos en términos de activos y pasivos. La falta de diversificación es un factor bien conocido en el aumento de riesgos en los balances generales de los bancos; estos riesgos pueden incrementarse debido a que la reestructuración económica frecuentemente acompaña a la reforma financiera, tal vez redirigiendo la ventaja comparativa de sectores anteriormente favorecidos a otros mal representados dentro de los portafolios de préstamos de los bancos, y porque el atractivo relativo de las fuentes de financiación podría cambiar drásticamente como resultado de la liberalización de las tasas de interés (y de otros precios de activos)²⁵.

Fuera de no estar diversificados, los balances generales también podrían estar caracterizados por transformaciones de madurez excesiva al comienzo de la reforma financiera. El estado de subdesarrollo de los mercados de capital a largo plazo tendería a forzar a los bancos a incurrir en posiciones sustancialmente abiertas en relación con reclamos a largo plazo. Sólo cuando las tasas de interés permanecen bajo estricto control (con tasas a corto y largo plazos que frecuentemente tienen una relación fija unas con otras), entonces los riesgos asociados con tales transformaciones de madurez

25. *Otra fuente de riesgo para los portafolios no diversificados son los shocks económicos, no los cambios en los términos comerciales, la frecuencia e incidencia de los cuales podrían aumentar dentro de un ambiente liberalizado. La falta de liberalización se utiliza frecuentemente como argumento para no posponer la apertura de cuentas de capital hasta el final del proceso de reforma.*

permanecerán limitados²⁶. De igual forma, un largo período de reforma con tasas de interés fijas (aunque no necesariamente a los niveles adecuados) podría dar lugar a una exposición de cambio de divisas muy grande, que sería manejable sólo mientras la tasa de cambio se mantuviera sin modificaciones²⁷. Cualquier reforma que cambie drásticamente la estructura de término de las tasas de cambio, o suponga un gran ajuste a la tasa de cambio (o un cambio de régimen), podría amenazar la solidez de muchos bancos.

Entender el mercado y los riesgos del crédito dentro de un nuevo ambiente es algo que podría ser un desafío importante para los bancos. Este desafío tiene dos dimensiones: una es el capital de información que los bancos tienden a acumular con el tiempo; otra, el capital humano que requieren para evaluar y manejar el riesgo. A medida que se persigue una reforma, comenzarán a surgir nuevos mercados y nuevos instrumentos; el precio de los nuevos instrumentos dentro de los nuevos mercados podría ser inicialmente incierto. Los bancos podrían además enfrentarse a una clientela nueva cuya capacidad crediticia habría cambiado significativamente como resultado de reformas estructurales dentro de la economía.

Lago (1996) anota que, sobre todo en economías que están tratando de instalar mecanismos de mercado, el proceso de transformación estructural y de reforma institucional generalmente se instaaura en un lapso tan corto que hay muy poca evidencia sólida sobre la cual fundamentar decisiones de crédito sensatas. En un ambiente así, "el pasado es una guía muy poco confiable para

26. La falta de acceso al mercado de capitales implica que los bancos no pueden depender de fuentes de financiación a largo plazo para costear proyectos con largos periodos de gestación, y podrían mostrar en sus libros una participación desproporcionadamente grande en activos de muy baja liquidez.

27. Más aún, según anotan McKinnon y Pill (1996), la posible ausencia de mercados derivativos haría del manejo de los riesgos de la tasa de cambio algo todavía más problemático.

el futuro". En general, el capital de información acumulado por los bancos a través de largos períodos de tiempo de represión financiera podría ser no sólo muy limitado (ya que la represión genera pocos incentivos para invertir en información), sino también irrelevante dentro de un ambiente nuevo y liberalizado (Caprio, 1994).

Un corolario al limitado stock de capital de información obtenido antes de la liberalización es la rudimentaria evaluación de riesgos y las capacidades de seguimiento adquiridas por el personal y la gerencia del banco. Son precisamente estas habilidades las que se necesitarán cuando los mercados sean liberados. Esto es ilustrado por el hecho de que, no sólo en economías emergentes sino también en países industrializados, los errores administrativos han sido una de las causas más importantes de situaciones financieras difíciles. Allí donde los bancos están en manos del Estado y la actividad crediticia goza de garantías estatales explícitas o implícitas, el pool de personal y gerencia calificado en administración de riesgos podría ser particularmente pequeño.

Finalmente, y tal vez lo más importante, podría embarcarse en el período de reforma no sólo con muy poca información y capital humano, sino también con un delgado colchón de capital financiero. Como el crédito se toma más que todo con base en direcciones externas, y los créditos bancarios gozan de garantías estatales explícitas o implícitas, las reglas de aprovisionamiento y las regulaciones de adecuación de capital tienden a ser poco rigurosas, y a no estar sometidas a un adecuado seguimiento. En general, la interferencia del gobierno erosiona los objetivos de obtención de utilidades, pues aunque estén funcionando dentro de un ambiente mucho más volátil y riesgoso, los bancos en muchas economías aún en pleno proceso de reforma no cuentan con más capital que los bancos en países industrializados (ver cuadro 3).

Cuadro 3
Relaciones de los balances generales de los bancos

Relación de capital con base en riesgo real (1995)	Depósitos en el banco central como porcentaje de préstamos del sector privado*	Préstamos de difícil cobro como porcentaje de préstamos totales (promedio 94-95)	Costos de operación sin intereses como porcentaje de activos totales (promedio 94-95)	
Argentina	18,5	5,8	10,5	8,5
Brasil	12,9	15,5	5,9	6,0
Chile	10,7	5,5	1,0	3,0
Colombia	13,5	27,4	2,5	7,3
México	11,3	0,0	14,8	3,9
Venezuela		48,5	17,7	5,7
India	9,5 ²	20,3	19,5 ^{**}	2,6
Indonesia	11,9	0,5	11,2	2,4
Corea	9,3	7,5	1,0	1,7
Malasia	11,3	0,0	8,2	1,6
Taiwan	12,2	9,9	2,6	1,3
Tailandia	9,3	1,2	7,6	1,9
<i>Memorando</i>				
Estados Unidos	12,8	3,2	1,6	3,7
Japón	9,1	0,6	3,3	0,8
Alemania	-	1,7	-	1,1

* Préstamos al sector no estatal.
** Sector público - sólo bancos.

Fuente: Goldstein y Turner (1996).

Estos problemas iniciales podrían complicarse aún más por los efectos que pudiesen tener sobre las actitudes en cuanto a riesgo de los bancos y sobre la eficiencia con la que funcionan los mercados financieros. Según lo demuestra teóricamente Caprio (1994), la liberalización financiera tiende a desviar los portafolios de los bancos de los activos seguros, de menor rentabilidad, hacia oportunidades crediticias de mayor riesgo. Pero a este proceso natural de riesgo creciente de la banca podría sumarse una variedad de factores. Dada la baja capitalización de los bancos existentes o en proceso de establecerse, el riesgo de perder el capital de los accionistas frecuente-

mente constituye una barrera insuficiente contra un comportamiento temerario. A medida que el capital se erosiona, aumenta el incentivo para que los bancos traten de sobrevivir a través de estrategias de “apostar a la resurrección”.

De manera similar, la reforma podría desencadenar una lucha entre los bancos por nuevas oportunidades más lucrativas y por una mayor participación en el mercado (en ocasiones alimentada por estándares de entrada relajados): los bancos más imprudentes (por lo general aquellos que tienen menos que perder) bien podrían estar dispuestos a aumentar excesivamente sus tasas de interés para atraer nuevos depósitos, captando fondos de otros bancos más prudentes y mejor administrados, aumentando así la debilidad del sistema en su conjunto. Si los depositarios se sienten protegidos por un esquema de seguro de depósitos explícito o implícito, y por tanto se preocupan poco acerca de la solidez de los bancos individuales, los bancos malos tenderían entonces a seguir el camino de los buenos.

Un historial de dominación estatal en la banca también podría afectar negativamente las iniciativas. Aun estando sometidos a las fuerzas del mercado, y parcial o totalmente privatizados, la percepción de que los activos de los bancos siguen siendo garantizados por el Estado todavía puede durar mucho tiempo. Como resultado de esto, la decisión de los bancos de resolver un problema de un crédito dudoso puede demorarse innecesariamente y, a la vez, mantenerse durante demasiado tiempo las prácticas de capitalización de intereses y refinanciamiento de deudas.

La liberalización podría estar seguida de un aumento en créditos interconectados y concentraciones excesivas de préstamos. Cuando se privatizan los bancos estatales, éstos tienden a unirse con las entidades a las cuales prestaban servicio inicialmente. Después de la reforma, un sector bancario concentrado enfocaría sus negocios

hacia sus prestatarios más importantes. Una política liberal de entrada podría generar el establecimiento de bancos que sólo servirían a los intereses financieros de sus fundadores. Un stock reducido de información y recursos humanos induciría a los bancos a limitar sus negocios hacia un pequeño número de clientes bien conocidos. La tendencia a concentrarse en un pequeño número de clientes, o de hacer negocios con clientes relacionados, encierra muchos peligros: limita el grado de diversificación de los portafolios de los bancos y tiende a aumentar el riesgo crediticio en el que pueden incurrir los bancos, porque la preferencia dada a los clientes escogidos se basa más en conexiones históricas que en bases económicas, si no es que son claramente fraudulentas²⁸. Por lo general, la oferta de préstamos no cubre los riesgos inherentes a la concesión de préstamos interconectada o concentrada. De hecho, dados los estrechos nexos entre los deudores, las reglas para la oferta de préstamos a menudo se relajan. Finalmente, las ineficiencias del mercado son promovidas como pequeños mecanismos de ahorro, en tanto que a los prestatarios los continúan excluyendo de los mercados de préstamos y depósitos.

Las fallas del mercado son el resultado de la inexperiencia de los bancos, relacionada con los bajos recursos humanos y el escaso capital de información. En las etapas iniciales de la reforma, dicha falta de experiencia podría llevar a dos situaciones que contrastan marcadamente. Cuando las tasas de interés aumentan como resultado de la reforma, las políticas de crédito de los bancos podrían cambiar de dos formas diferentes: podrían aumentar inadvertidamente los créditos a prestatarios cuyos proyectos de alto riesgo y responsabilidad limitada en caso de que entren en bancarrota ha-

28. *Tales fraudes podrían incluir robo, la creación de instituciones en las cuales los dueños se pagan a sí mismos más de lo que su institución vale, y luego incumplen sus obligaciones. Generalmente, se hacen inversiones en proyectos que en principio producen utilidades, pero que cuentan con pocas probabilidades de éxito en el mediano plazo. Ver Akerlof y Romer (1993).*

cen de las altas tasas de interés algo interesante (selección adversa y peligro moral), o los bancos podrían racionar el crédito a la luz de problemas surgidos en la evaluación de la capacidad crediticia de los solicitantes del crédito²⁹.

La falla o incapacidad de reconocer los riesgos correctamente podría llevar también a una subvaloración de los préstamos. Los rangos de las tasas de interés, entonces, tenderían a estrecharse demasiado como resultado de la reforma. Mientras que una dispersión más estrecha es un reflejo típico de una mayor eficiencia en la intermediación, este factor podría ser –y tendría que ser– compensado, en parte, por el mayor riesgo de las operaciones bancarias en mercados liberalizados. Drees y Pazarbasioglu (1995) argumentan que la dispersión de las tasas de interés en los países nórdicos no logró responder completamente al agudo incremento en los riesgos de los balances generales después de la liberalización financiera.

Manejo externo del banco

Corregir muchos de los problemas del manejo interno de los bancos a los que puede llevar la transición hacia un sistema financiero más liberal, depende en gran parte del manejo externo. Los principales aspectos de este tema son el marco regulatorio y de supervisión, los estándares contables y la infraestructura legal y de pagos que enfrentan los bancos. En este aspecto se requieren mejoras para evitar que las deficiencias incentiven a la administración del banco para actuar imprudentemente.

Debido a que un sistema financiero estrechamente controlado no necesita un conjunto muy extenso de protección prudencial, la

29. Driscoll (1991) analiza explícitamente el caso del racionamiento crediticio y argumenta que, en circunstancias especiales, esto podría interpretarse como un fenómeno de equilibrio.

posibilidad de que el marco regulatorio se encuentre aún inmaduro y sin comprobar a comienzos del proceso de liberalización es elevada. Las tasas de interés fijas, por ejemplo, en las secciones de activos y pasivos de los balances generales de los bancos, minimizarían la presentación de riesgos del mercado y, por tanto, no promoverían la instauración de muchas regulaciones orientadas a la cobertura de tales riesgos. Con el crédito dirigido en gran parte por las autoridades, los límites sobre créditos a partes relacionadas o a clientes individuales son frecuentemente desatendidos. Un sistema dominado por el gobierno promueve la noción de que los bancos pueden contar con garantías gubernamentales implícitas o explícitas en caso de dificultades. Dentro de un ambiente así, los estándares de adecuación de capital y las reglas de aprovisionamiento podrían no tener mucho peso. También, un estrecho control sobre las tasas de cambio sobre moneda extranjera implicaría un descuido en la especificación de reglas sobre exposición al cambio de divisas.

Existen muchos ejemplos de los peligros de un marco subdesarrollado de reglas prudenciales en la transición hacia un sistema financiero más liberal. Las deficiencias regulatorias fueron parte de la crisis bancaria de los países nórdicos; en algunas economías emergentes (tales como Argentina, Brasil, Chile, Indonesia, Malasia y Tailandia), los créditos interconectados fueron causa importante de tempranos problemas en el sector bancario; como ya se anotó, los estándares de adecuación de capital en muchas economías emergentes han sido establecidos en niveles similares a los de países industrializados, aunque la volatilidad económica, la debilidad institucional y, en algunas ocasiones, grandes portafolios de créditos de difícil cobro, podrían requerir tasas de interés mucho más elevadas (ver cuadro 3). Utilizando respuestas cualitativas a un cuestionario sobre el estado de la reforma en varios países latinoamericanos, Westley (1995) concluyó que los recientes cambios en México no

lograron instituir una amplia reforma de regulaciones prudenciales, lo cual pudo haber contribuido a la severidad de la crisis bancaria de 1995 en este país. De igual forma, los antecedentes de la crisis financiera venezolana consistieron en un obsoleto conjunto de regulaciones en relación con adecuación de capital y reglas de aprovisionamiento³⁰.

A pesar de la potencial fragilidad de algunos bancos a comienzos del proceso de reforma, pocos programas de liberalización incluyen la formulación de lineamientos sobre cómo reestructurar los bancos débiles durante la fase de liberalización. Los criterios y principios formulados antes de la reforma sobre cuándo y cómo fusionarse, recapitalizarse, o cerrar instituciones en caso de que su solvencia se vea amenazada por la reforma, podrían minimizar el tiempo real perdido en la fase de liberalización, al manejar las debilidades potenciales de algunas instituciones y contener el impacto negativo sobre el resto del sistema financiero.

Aun cuando las regulaciones prudenciales fuesen adecuadas, la supervisión de su cumplimiento por parte de los bancos podría representar un problema dentro de una economía liberalizadora. Con frecuencia faltan la experiencia y los recursos necesarios para lograr supervisar efectivamente los bancos³¹. Más aún, la exposición de los supervisores a presiones políticas externas —subproducto de un sistema financiero anteriormente dominado por el gobierno— podría ser grande y traer como resultado grados inacep-

30. *Los resultados de la encuesta de Westley (1995) también sugieren regulaciones inadecuadas en Brasil y en varios países de Centroamérica.*

31. *Mishkin (1996) argumenta que tuvo lugar un colapso en las regulaciones de las instituciones estadounidenses de ahorro, como resultado de la desreglamentación de este sector en los años ochenta, pues los reguladores no tenían la experiencia ni los recursos adicionales para hacer seguimiento a las nuevas actividades de las instituciones. Entre enero de 1984 y julio de 1986, varios cientos de instituciones no fueron examinadas ni siquiera una vez. También se observó una similar falta de supervisión en la crisis del sistema bancario de los países nórdicos.*

tables de resistencia a las regulaciones³². Una forma de manejar esta resistencia a las regulaciones podría consistir en un sistema de supervisión basado más en reglas, que dejara menos oportunidad para ejercer presiones discrecionales sobre los supervisores. Goldstein y Turner (1996) hacen referencia a la propuesta de Resolución e Intervención Temprana Estructurada (Rite), adoptada por la reciente legislación bancaria estadounidense. Este sistema impone sanciones regulatorias graduadas a medida que el nivel de adecuación del capital del banco se deteriora, hasta el punto de que podría tomarse la decisión de cerrar un banco mucho antes de que se pierda todo su capital. Las características del sistema regulatorio chileno también reflejan similares acciones correctivas tempranas. Las recientes dificultades en el sector bancario japonés llevaron a las autoridades de ese país a adoptar un sistema similar de reacción temprana.

Gran parte de la efectividad de la regulación y la supervisión para imponer las iniciativas correctas a los bancos y evitar que actúen temerariamente depende de la comprensión, transparencia, oportunidad y exactitud de los ingresos del banco, y de sus estados financieros. Esto se aplica igualmente a los regímenes en los cuales una publicación o revelación más completa sirve para realzar el poder de la disciplina del mercado. Sin embargo, a comienzos del proceso de la reforma, los estándares contables de los cuales derivan sus cualidades las protecciones prudenciales, frecuentemente no son adecuados. Los criterios de clasificación de préstamos a menudo no son lo suficientemente estrictos, dificultando la evaluación correcta de la verdadera calidad o riesgo de los préstamos, y haciendo que sea demasiado fácil esconder un problema de un préstamo malo

32. Para una discusión más detallada de los riesgos de los llamados "falsos amigos" en la supervisión, ver De Juan (1996a, 1996b). Los resultados de las encuestas reportados por Westley (1995), en las cuales se mide la calidad del sistema de supervisión con base en niveles salariales y de staff, experiencia, organización y libertad de interferencias políticas, indican que los sistemas de supervisión de Argentina, Ecuador, México y Venezuela (entre los principales países de Latinoamérica) necesitan ser reevaluados desde fines de 1994.

detrás de prácticas laxas de capitalización de intereses y refinanciamientos. Un corolario es que las reglas de aprovisionamiento, aun posiblemente especificadas con suficiente detalle, tendrían poco peso, en cuanto las pérdidas por concepto de préstamos no son reconocidas oportunamente. El capital y las reservas, aparentemente adecuadas en el papel, podrían estar bien por debajo de los niveles necesarios para enfrentar un problema latente de un préstamo malo. Las mismas consideraciones pueden aplicarse en relación con la valoración de las garantías de los prestatarios a los bancos: si los valores de las garantías se divorcian de los precios actuales del mercado, el riesgo inherente de los préstamos garantizados podría ser muy diferente de lo que se presenta al supervisor. Las agencias externas de valoración ayudarían a ejercer presión para mejorar los estándares de responsabilidad y declaración al público, pero tales instituciones se han creado tan sólo en unas pocas economías emergentes.

Una garantía correctamente valorada constituye una herramienta valiosa para minimizar el peligro moral en el negocio bancario, pero las deficiencias en el sistema legal y judicial pueden erosionar gran parte de esta efectividad. Si hay dificultades en cuanto a compromisos, transferencias o toma de posesión de garantías (o si existen maneras de que los deudores se comprometan mediante la misma garantía para más de un préstamo), el crédito continuará siendo más riesgoso de lo necesario, y la reestructuración de un portafolio de créditos malos será más problemática. Otros aspectos en el área legal y judicial en donde existe mucho campo para hacer menos compleja y arriesgada la administración bancaria son derechos de propiedad que presten mérito ejecutivo, procesos eficientes de bancarrota y la eliminación de impedimentos legales sobre supervisores que le permitan reestructurar bancos insolventes rápidamente. Algo que con frecuencia no existe es una legislación en relación con el grado de responsabilidad personal de directivos bancarios (y de

auditores y supervisores) en caso de comportamiento imprudente o fraudulento (como es ahora el caso en Nueva Zelanda y en los Estados Unidos bajo el Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act, FDICIA), y en caso de existencia de pruebas formales sobre las calificaciones “adecuadas y apropiadas” de los gerentes bancarios. Desafortunadamente, en muchos países que apenas comienzan a surgir después de un largo período de represión financiera, el grupo de banqueros con amplia experiencia en banca y con las capacidades adecuadas podría ser muy limitado. Cualquier medida que aumente la responsabilidad personal y estreche los requerimientos de calificación para los gerentes bancarios, y que por tanto amenace limitar aún más este grupo, podría encontrar mucha resistencia.

Un aspecto del manejo externo del sector bancario que siempre ha generado mucha controversia es el grado en el cual las reformas deberían incluir políticas de entrada a los bancos más liberales, especialmente con respecto a instituciones extranjeras. Como puede verse en el cuadro 2, existen grandes diferencias en la participación de los activos bancarios contabilizada por los bancos extranjeros. En algunos países asiáticos con grandes sectores financieros en el extranjero, tales como Hong Kong y Singapur, esta participación llega a ser de hasta el 80%; esto contrasta con las muy pequeñas participaciones, de menos del 2%, registradas en Japón, México y Venezuela.

Según lo anota Claessens (1996), las políticas seguidas en esta área también difieren marcadamente en las economías de transición europeas, en las que países de Europa Central, tales como la República Checa y Hungría, favorecen la reestructuración de los bancos existentes, y muchas de las antiguas repúblicas soviéticas siguen una política que en ocasiones es de una muy liberal entrada. Cada opción tiene sus propias ventajas. Si se escogiesen políticas de en-

trada liberal que permitiesen a los bancos extranjeros participar dentro del mercado doméstico, los bancos existentes podrían beneficiarse de las nuevas tecnologías y de la experiencia bancaria que los nuevos bancos posiblemente aportarían. Más aún, el sistema financiero, en su conjunto, podría robustecerse debido a que los bancos extranjeros tendrían más fácil acceso a la financiación externa para aliviar situaciones de liquidez doméstica, y porque ellos tienden a exponerse menos al mercado doméstico posiblemente volátil.

Finalmente, la entrada liberal podría servir de contrapeso para un sector bancario concentrado: esto minimizaría el riesgo de la falta de competencia a través de prácticas monopolísticas y colusorias en el sector bancario. Claessens (1996) observa que el desarrollo institucional fue más rápido en aquellas economías de transición europeas en las que la entrada en la banca fue más liberal. Al mismo tiempo, anota que esa entrada abierta también tendió a ensanchar la brecha entre los bancos sólidos y los débiles. Las políticas de entrada liberales, por tanto, hicieron poco para ayudar a fortalecer los bancos débiles; es así como muchos de estos bancos se debilitaron aún más. Una razón importante es que las políticas de entrada abierta pueden atraer empresas no financieras para crear bancos de bajo capital, que funcionarían esencialmente como sus departamentos de tesorería.

Los problemas de créditos a partes relacionadas, altamente concentrados, son consecuencias cuasinaturales de estas prácticas. Hexter (1996) detalla que el número de bancos comerciales ha proliferado en Rusia desde el comienzo de la reforma (la cual incluyó políticas de entrada abierta), llegando a unos 2.600 a mediados de 1995, muchos de ellos con capital equivalente a menos de US\$100.000³³. La baja capitalización y el impacto negativo de la rápida entrada

33. *Dada una elevada inflación, aun este pequeño capital se erosionó rápidamente.*

bancaria en el valor de franquicia de los bancos existentes podrían llevar a grados excesivos de riesgo con el fin de sobrevivir dentro de un sector bancario superpoblado. Por consiguiente, cualquier política que promueva la entrada liberal debería incluir también estrictos requerimientos de licencias y fuertes políticas de retiro (incluyendo la rápida liquidación y cierre de bancos débiles) (De Juan, 1996a).

Manejo macroeconómico

La estabilidad macroeconómica ha sido siempre un muy importante elemento de apoyo para alcanzar y mantener la solidez financiera durante la liberalización. Por razones obvias, la reestructuración y el evitar un portafolio de créditos de difícil cobro tiende a ser mucho más difícil en condiciones de recesión económica que cuando la economía disfruta de un crecimiento sólido; no obstante, también se han presentado muchos casos en los que una economía en auge ha creado problemas en el sector bancario. Una expansión económica fuerte puede intensificar y acelerar el aumento en las tasas de interés reales que acompañan la reforma fiscal, más allá de lo que muchos clientes bancarios endeudados pueden soportar, desencadenando así un problema de créditos malos. Por otra parte, el rápido crecimiento económico puede alimentar aún más el auge del crédito. Y, finalmente, esto tiende a hacer que todos los créditos, incluso los de calidad cuestionable, se vean buenos³⁴.

Alcanzar un crecimiento balanceado, sin embargo, es difícil dentro de una economía en proceso de liberalización. Es así como la liberalización de mercados financieros ha sido frecuentemente considerada como una importante herramienta de política para ubicar la economía sobre una base más estable. A menudo las economías emer-

34. Como anotan Hausmann y Gavin (1996), "Los buenos tiempos son malos para el aprendizaje".

Cuadro 4
Volatilidad macroeconómica y financiera, 1980-1995*

	PIB	Inflación	Depósitos bancarios**	Crédito bancario al sector privado**
Argentina	5,5	860,0	23,5	34,4
Brasil	3,7	767,6	20,7	32,8
Chile	5,8	7,5	20,9	21,8
Colombia	1,5	3,9	9,0	9,1
México	4,2	39,4	33,2	22,1
Venezuela	4,9	21,9	12,7	16,0
India	2,2	4,1	3,4	4,6
Indonesia	2,0	3,1	7,8	20,1
Corea	3,5	7,2	5,3	5,6
Malasia	3,0	2,4	8,8	8,4
Taiwan	2,4	5,5	6,4	8,7
Tailandia	2,7	4,6	6,6	6,5
<i>Memorando</i>				
Estados Unidos	2,1	3,1	4,4	3,4
Japón	1,8	2,0	2,5	2,5
Alemania	1,8	1,9	5,4	3,1

* Desviación estándar de cambios porcentuales anuales.
 ** Como porcentaje del PIB.

Fuente: IMF International Financial Statistics, y fuentes nacionales.

gentes, aún en proceso de reforma, se caracterizan por una alta volatilidad económica: en el cuadro 4 se observa que la volatilidad de varios agregados económicos es mucho más alta en economías emergentes que en países industrializados.

La volatilidad se presenta de muchas formas. Debido a altos grados de especialización, muchas economías en proceso de reforma son muy sensibles a las frecuentemente volátiles condiciones comerciales. Un historial de elevada inflación, combinado con los movimientos de una tasa de cambio volátil (nominal y/o real), produce una gran incertidumbre sobre las expectativas y el comportamiento del sector privado. Los flujos de capital tienden a

ser algo caprichosos, en ocasiones sumergiendo las economías, y a veces privándolas de la tan necesitada liquidez. La reestructuración macroeconómica que involucra la liberalización de cuentas de capital y un cambio drástico en el régimen cambiario pueden constituir un elemento adicional de volatilidad y debilidad bancaria. Con el nivel de las tasas de interés, la tasa de cambio, y la economía en general experimentando cambios, la solidez de los balances generales puede deteriorarse repentinamente, y la evaluación del riesgo para nuevos créditos llegar a convertirse en algo mucho más complejo e incierto.

Muchas políticas pueden contribuir a reducir la volatilidad y a promover el equilibrio macroeconómico; a continuación se destacan tres aspectos particularmente importantes.

Política fiscal

Existen muchas razones por las que, tanto la posibilidad de implementar una reforma financiera como su consecuente éxito, pueden depender de una sólida base en las finanzas gubernamentales. Los grandes déficit frecuentemente ofrecen al gobierno una oportunidad abierta para continuar gravando el sector financiero y para reprimir su desarrollo (por ejemplo, a través de un impuesto de inflación proveniente de un crecimiento excesivo en la oferta de dinero, del mantenimiento de altos niveles de encaje bancario, de la imposibilidad de pagar rendimientos a niveles de mercado sobre valores del gobierno, y de recurrir a impuestos que distorsionan las decisiones de crédito). La consolidación fiscal ayudaría a contrarrestar estas tendencias. Es más, esto podría ser necesario porque la situación fiscal dentro de un sistema financiero reprimido generalmente parece mejor de lo que en realidad es. La frecuente imposición de lineamientos de crédito al banco central y a las instituciones comerciales (que aleja del sector gu-

bernamental gran parte de la carga de los subsidios económicos), y la adjudicación de tasas de cambio preferenciales al sector público, son algunos de los costos que permanecen ocultos en una represión financiera; no obstante, tales costos aparecerían como costos presupuestales dentro de un ambiente financiero más liberalizado. Adicionalmente, el apoyo del gobierno a las instituciones financieras y no financieras con problemas para ajustarse a la reforma constituiría un reclamo más sobre las finanzas del gobierno, que sólo podría ser atendido si estas finanzas fuesen más sólidas.

Una vez que se haya llegado a un acuerdo sobre un programa de reforma, mantener una posición fiscal fuerte podría ayudar a solucionar algunos de los problemas macroeconómicos que generalmente se presentan en la transición hacia un sistema financiero sólido y abierto. Primero, el fortalecimiento del ahorro estatal puede contrarrestar la disminución en el ahorro privado, el cual se presenta cuando la demanda por el crédito avanza rápidamente después de la eliminación de controles directos. Esto podría eliminar el riesgo de inflación afectando bienes, en particular mercados de activos, y evitaría la acumulación de un portafolio de crédito cuestionable en el sector bancario. Unas tasas de ahorro domésticas más bajas también harían más difícil la obtención de fondos para las instituciones financieras, lo que las induciría a buscar nuevas fuentes de dinero más riesgosas y volátiles; además, los bajos déficit podrían ayudar a contener la volatilidad de las tasas de interés, intrínseca a los mercados débiles y subdesarrollados, una situación probable en las primeras etapas de la reforma.

Finalmente, y en el grado en que los déficit más bajos puedan ejercer presión sobre las tasas de interés domésticas, se podrían atenuar los fuertes y potencialmente volátiles flujos a corto plazo, que son más que todo intermediados por los bancos. En resumen, una

posición fiscal fuerte casi siempre trae confianza sobre los mercados financieros³⁵.

Control de inflación

Una inflación alta puede bloquear el surgimiento y el desarrollo de mercados de valores a largo plazo, y puede deprimir el ahorro familiar. Más aún, distorsiona el cambio en los precios relativos resultantes de una reforma económica amplia, y es por tanto susceptible de debilitar las señales que conducirían a decisiones de crédito rentables. Una condición previa frecuente para una reforma financiera exitosa, necesaria para evitar la debilidad económica, ha sido por lo tanto la baja inflación, que lleva a cierto grado de previsibilidad de ingresos que permitirá e invitará a suscribir obligaciones financieras contractuales.

Controlar la inflación también puede contribuir más directamente a la solidez financiera. Una inflación elevada produce grandes ganancias inflacionarias de pasivos no remunerados, y permite dispersiones inusualmente grandes entre depósitos y relaciones de préstamos; por tanto, podría estimular a las nuevas instituciones financieras a entrar en un mercado ya saturado. En Argentina y Brasil se experimentó el florecimiento de nuevos bancos, así como el establecimiento de una amplia red de sucursales durante los episodios iniciales de la hiperinflación. Muchos de estos bancos se concentran en operaciones de corto plazo, prefiriendo operaciones de tesorería en vez

35. Si una posición fiscal fuerte tiene muchas ventajas, también ha de admitirse que ha retrasado el desarrollo de los mercados de valores en algunos países, ya que implica una escasez de bonos del gobierno - valores ideales triple A. Tal vez la mejor posición se presenta cuando los déficit del gobierno son pequeños pero estables, ya que la deuda resultante del sector público (posiblemente después de que se ha aplicado algún grado de estandarización) puede servir para apoyar el desarrollo del mercado de valores, sin implicaciones macroeconómicas indeseables. Alternativamente, el banco central podría tomarse la atribución de comenzar a emitir valores triple A que podrían servir de puntos de referencia, o invitar instituciones internacionales de alta reputación (por ejemplo el Banco Mundial o el Asian Development Bank) para conectarse a los mercados de valores domésticos.

de concesiones de créditos. Esto puede poner en peligro la calidad de los activos del sector financiero, porque estas operaciones, por su naturaleza, no están sujetas a criterios rígidos de aprobación.

Régimen de tasa de cambio

La importancia de la tasa de cambio tiene dos dimensiones: su nivel y su flexibilidad. Los programas de estabilización basados en la tasa de cambio frecuentemente han resultado en grandes y rápidas reducciones en la inflación, pero también se mantienen durante un tiempo demasiado largo; con el tiempo, la tasa de cambio se sobrevalúa. De igual forma, los países en rápido proceso de desarrollo y orientados hacia las exportaciones se han resistido a la necesaria apreciación de la tasa de cambio, con el resultado de que el necesario ajuste real tiene lugar a través de una mayor inflación. Mientras más tiempo se mantenga una tasa de cambio poco realista, mayores también serán las posibilidades de que los bancos canalicen la financiación a los sectores equivocados, y mayores también serán los costos subsecuentes de dislocación, al igual que el tamaño del portafolio de difícil cobro, una vez que la tasa de cambio se posicione en niveles más sostenibles. Esto será especialmente válido cuando una reversión de flujo de capital a corto plazo fuerce un gran y repentino ajuste.

Durante la reforma financiera podría darse un cierto grado de flexibilidad en la tasa de cambio. Una tasa de cambio fija frecuentemente ha tentado a los residentes a hacer préstamos en moneda extranjera para obtener el beneficio de menores tasas de interés internacionales, aunque los ingresos del deudor puedan incluir muy pocas fuentes de esta moneda. Cuando los bancos hacen intermediación sobre moneda extranjera, sus balances generales pueden mostrar poca exposición directa, aunque podrían incurrir en grandes pérdidas si una devaluación hiciera que los deudores incumpliesen sus presta-

mos en moneda extranjera. En un principio, un acuerdo de tasa de cambio más flexible podría ser una forma de evitar una acumulación de exposiciones de esta naturaleza, puesto que los deudores en moneda extranjera se preocuparían por tener que efectuar los pagos en una moneda doméstica depreciada. Una mayor flexibilidad también ayudaría a absorber shocks exógenos, tales como cambios en las condiciones comerciales o virajes en los flujos de capital, sin colocar toda la carga sobre las tasas de interés domésticas. La flexibilidad, sin embargo, no implica flotación libre: en mercados muy débiles esto crearía una volatilidad excesiva que afectaría por igual a las empresas financieras y a las no financieras. En la práctica, no obstante, la mayoría de los países tienden a escoger cierto grado de administración en sus políticas en relación con la tasa de cambio.

Comentarios finales

No hay duda de que un ambiente en el cual los bancos y otras instituciones financieras sean libres de tomar sus propias decisiones puede traer una mayor eficiencia en la intermediación. Con todo, se requeriría cumplir o poner ciertas condiciones para que este positivo desarrollo fructificara en su totalidad. La solidez inicial del sistema financiero en general, y la salud del sector bancario en particular, podrían contribuir en mucho a una reforma financiera exitosa. Un sistema fortalecido garantizaría que las instituciones financieras respondieran a los incentivos correctos de la competencia, logrando alcanzar el equilibrio adecuado entre la motivación de la utilidad y las consideraciones de prudencia en las operaciones bancarias. Crear los incentivos correctos, sin embargo, también depende de las iniciativas de las autoridades en cuanto a garantizar la estabilidad del mercado y establecer el marco apropiado para el mercado, al igual que de la existencia de una infraestructura dentro de la cual los bancos deseen y estén en condiciones de operar competente y prudentemente.

Con este telón de fondo, tal vez las dos lecciones más importantes de la reforma financiera han sido la necesidad de evitar ciclos de auge-depresión en los créditos bancarios y la urgencia de complementar la reforma con protecciones prudentes más fuertes. En muchos casos la euforia surgida de las perspectivas de los beneficios a largo plazo ha llevado a excesos en el corto plazo, en forma de burbujas especulativas alimentadas por un rápido crecimiento del crédito. Reconocer estos peligros antes de que comiencen a perjudicar el esfuerzo reformista no es sencillo; aún más difícil es desarrollar las herramientas de política necesarias para enfrentar el crecimiento excesivo del crédito dentro de un ambiente de mercado más liberal. El desafío de hacerle frente al incipiente desequilibrio en los mercados crediticios bien podría tener importantes implicaciones en la oportunidad y en la secuencia de las iniciativas de reforma, al igual que en la velocidad con la que pudieran implementarse.

La segunda lección general podría ser que mercados financieros e instituciones más libres requieren protecciones prudentes más fuertes. Algunos esfuerzos reformistas que no consideraron este aspecto adecuadamente terminaron en crisis. El hecho de que estas protecciones se obtengan mediante la formulación de regulaciones prudenciales apropiadas y una supervisión efectiva, o a través de disciplinas del mercado y de una exposición pública integral, es esencialmente una decisión que depende de la sofisticación, organización, infraestructura institucional y filosofía general de los mercados financieros individuales. Un elemento clave de cualquier sistema de protecciones prudenciales parecería ser la adecuada capitalización de los bancos; sobre todo en un momento en el que tienen poco que perder, los bancos están más dispuestos a actuar temerariamente, con los consecuentes, potenciales, amplios y altamente perjudiciales efectos sobre la economía en general.

El análisis de este trabajo ha sido desarrollado más que todo dentro del contexto de una reforma que va a aplicarse una sola vez, o de un proceso de liberalización implementado dentro de un período de tiempo específico. Esto tiende a ocultar el hecho de que la liberalización financiera es un evento continuado. Nuevos mercados y nuevos instrumentos surgen en una forma casi permanente, si no a nivel nacional, entonces en países vecinos; las fronteras entre los segmentos específicos del sistema financiero cambian permanentemente, o están expuestas a una erosión constante³⁶.

Las instituciones y autoridades tienen entonces que enfrentarse a los desafíos de la liberalización financiera día tras día. A pesar de que el grado e intensidad de dichos desafíos pueden depender de las circunstancias, no es probable que su naturaleza cambie con el tiempo. La información asimétrica, el peligro moral, los problemas administrativos con el manejo de riesgos, las condiciones de burbuja en mercados de capital, las dificultades en la supervisión de mercados e instituciones, y el manejo de la liquidez en una economía cambiante, son los aspectos importantes que requieren atención permanente. Las lecciones de la reforma, por tanto, tienen que repasarse una y otra vez, con la esperanza de obtener mejores resultados.

36. Para una discusión a fondo sobre la estructura cambiante de la industria financiera, ver Borio y Filosa (1994).

Bibliografía

Akerlof, George y Paul M. Romer (1993), "Looting: The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit", *Documentos Brookings sobre Actividad Económica*, Vol. 2, pp. 1-73.

Alexander, William E., Tomás J.T. Baliño y Charles Enoch (1995), "The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy", *Documento Ocasional*, No. 126, FMI, junio.

Andersen, Palle y William R. White (1996), "The Macroeconomics Effect of Financial Sector Reforms: An Overview of Industrial Countries". Documento presentado durante una conferencia de la Ocede sobre interacciones entre reforma estructural, políticas macroeconómicas y rendimiento económico, París, enero 18-19.

Arrau, Patricio, José de Gregorio, Carmen Reinhart y Peter Wickham (1991), "The Demand for Money in Developing Countries: Assessing the Role of Financial Innovation", *Documento de Trabajo*, WP 91/45, FMI, mayo.

Atiyas, Izak, Gerard Caprio y James A. Hanson (1994), "An Overview of Financial Reform Episodes", cap. 5 en Caprice *et al.* (1994).

Bank for International Settlements (1995), "Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism", C.B. 394, Basilea, marzo.

_____ (1996), *Informe Anual*, No. 66, Basilea, junio.

Bisat, A., R.B. Johnston y V. Sundararajan (1992), "Issues in Managing and Sequencing Financial Sector Reforms - Lessons from Experiences in Five Developing Countries", *Documento de Trabajo*, WP/92/82, FMI, octubre.

Blundell-Wignall, Adrian, Frank Browne y Paolo Manasse (1990), "Monetary Policy in the Wake of Financial Liberalisation", *Documento de Trabajo*, No. 77, Departamento de Economía y Estadística, Ocede, abril.

Borio, Claudio E.V., N. Kennedy y S.D. Prowse (1994), "Exploring Aggregate Asset Price Fluctuations across Countries - Measurement, Determinants and Monetary Policy Implications", *Documento Económico*, No. 40, BIS, abril.

Borio, Claudio E.V. y Renato Filosa (1994), "The Changing Borders of Banking: Trends and Implications", *Documento Económico*, No. 43, BIS, diciembre.

Callier, Philippe (ed.) (1991), *Financial Systems and Development in Africa*, Washington, D.C., Economic Development Institute Seminar Series, Banco Mundial.

Caprio, Gerard (1994), "Banking on Financial Reform? A Case of Sensitive Dependence on Initial Conditions", cap. 3 en Caprio *et al.* (1994).

Caprio, G., I. Atiyas y J.A. Hanson (eds.) (1994), *Financial Reform-Theory and Experience*, Nueva York, Cambridge University Press.

Caprio, G. y D. Klingebil (1996), "Bank Insolvencies - Cross Country Experience", *Documento de Trabajo sobre Investigación de Políticas*, No. 1620, Banco Mundial, julio.

Claessens, Stijn (1996), "Banking Reform in Transition Countries", *Documento de Trabajo sobre Investigación de Políticas*, No. 1642, Banco Mundial, agosto.

Copelman, Martina (1996), "Financial Innovation and the Speed of Adjustment of Money Demand: Evidence from Bolivia, Israel and Venezuela", *Documentos de Discusión de la Junta de Directores del Sistema de la Reserva Federal sobre Finanzas Internacionales*, No. 567, octubre.

De Juan, Aristóbulo (1996a), "False Friends in Banking Reform", en Fries (1996), pp. 36-47.

_____ (1996b), "The Roots of Banking Crisis: Microeconomic Issues and Supervision and Regulation", en Housmann y Rojas-Suárez (1996), pp. 83-102.

Dress, B. y C. Pazarbasioglu (1995), "The Nordic Banking Crises: Pitfalls in Financial Liberalisation?", *Documento de Trabajo*, WP/95/61, FMI, junio.

Driscoll, Michael (1991), "Deregulation, Credit Rationing, Financial Fragility and Economic Performance", *Documento de Trabajo*, No. 97, Departamento de Economía y Estadística, OECM, febrero.

Edey, M. y K. Hviding (1996), "An Assessment of Financial Reform in OECD countries", *Documento de Trabajo*, No. 154, Departamento de Economía, OECM.

Farahbaksh, Mitra y Gabriel Sensenbrennes (1996), "Bank-by-Bank Credit Ceilings: Issues and Experiences", *Documento de Trabajo*, WP/95/63, FMI, junio.

Faruqi, S. (ed.) (1994), "Financial Sector Reforms, Economic Growth, and Stability - Experiences in Selected Asian American Countries", Washington, D.C., Economic Development Institute Seminar Series, Banco Mundial.

Filosa, Renato (1995), "Money Demand Stability and Currency Substitution in Six European Countries (1980 - 1992)", *Documento de Trabajo*, No. 30, BIS, noviembre.

Fries, Steven (ed.) (1996), "Building Sound Banking in Transition Economies", *Documento de Trabajo*, No. 17, EBRD, abril.

Fry, Maxwell (1996), "In Favour of Financial Liberalisation", *Documento de Trabajo*, Grupo Internacional de Finanzas, Universidad de Birmingham, 96-04.

Galbis, V. (1994), "Sequencing of Financial Sector Reforms: A Review", *Documento de Trabajo*, WP/95/101, FMI, septiembre.

_____ (1995), "Financial Sector Reform in Eight Countries: Issues and Results", *Documento de Trabajo*, WP/95/141, FMI, diciembre.

Goldsbrough, David *et al.* (1996), "Reinvigorating Growth in Developing Countries - Lessons from Adjustment Policies in Eight Economies", *Documento Ocasional*, No. 139, FMI, julio.

Goldstein, Morris y Philip Turner (1966), "Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options", *Documento Económico*, No. 46, BIS, octubre.

Griffith-Jones, Stephaniy y Zdenek (eds.) (1995), "Financial Reform in Central and Eastern Europe", N.Y., St. Martin's Press.

Hamann, A.J. (1993), "Financial Liberalisation and the Information Content of Money in Indonesia, Korea and the Philippines", *Documento de Trabajo*, WP/93/88, FMI, noviembre.

Hausmann, R. y M. Gavin (1996), "The Roots of Banking Crises: The Macroeconomics Context", en Hausmann y Rojas-Suárez (1996), pp. 27-63.

Hausmann, Ricardo y Liliana Rojas-Suárez (eds.) (1996), "Banking Crises in Latin America", Baltimore, MD., IDB, The John Hopkins University Press.

Hexter, David (1996), "Transformation of Banking", en Fries (1996), pp. 4-12.

Honohan, Patrick (1966), "Financial System Failures in Developing and Transition Countries: Diagnosis and Prediction", mimeo, BIS (próximo documento de trabajo del BIS).

Ingves, S. (1995), "The Swedish Banking Crisis - Some Comments on Underlying Principles for Rescue Operations". Charla dada durante un taller sobre reestructuración de banca del sistema en Europa Central y Oriental, Varsovia, septiembre 25-27.

Ito, Takatoshi y Anne O. Krueger (eds.) (1996), "Financial Deregulation and Integration in East Asia". Seminario sobre economía en NBER-Asia Oriental, Vol. 5, Chicago, Ill., The University of Chicago Press.

Johnston, R.B. (1994), "The Speed of Financial Reform: Risks and Strategies", *Documento sobre Análisis y Evaluación de Política*, PPAA/94/26, FMI, diciembre.

Johnston, R.B. y Odd Per Brekk (1989), "Monetary Control Procedures and Financial Reform: Approaches, Issues and Recent Experiences in Developing Countries", en Callier (1991), pp. 97-145.

- Johnston, R.B. y C. Pazarbasioglu (1995), "Linkages between Financial Variables, Financial Sector Reform and Economic Growth and Efficiency", *Documento de Trabajo*, WP/95/103, FMI, octubre.
- Kaminsky, Gabriela L. y Carmen M. Reinhart (1996), "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems", *Documento de Discusión de la Junta de Directores del Sistema de la Reserva Federal sobre Finanzas Internacionales*, No. 544, marzo.
- Khan, M.S. y V. Sundararajan (1991), "Financial Sector Reforms and Monetary Policy", *Documento de Trabajo*, WP/91/127, FMI, diciembre.
- Lago, Ricardo (1996), "Macroeconomic Stabilization, Systemic Transformation and Bank Solvency", en Fries (1996), pp. 13-20.
- Lindgren, Carl-Johan, Gillian García y Matthew I. Saal (1996), *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*, Washington, D.C., FMI.
- Mathieson, D.J. y R. Haas (1995), "Establishing Monetary Control in Financial Systems with Insolvent Institutions", *Documento de Trabajo*, Vol. 42, No. 1, FMI, marzo, pp. 184-201.
- McKinnon, Ronald I. y Huw Pill (1996), "Credible Liberalizations and International Capital Flows: The 'Overborrowing Syndrome' ", en Ito y Krueger (1996), pp. 7-50.
- Miller, Marcus y Paul Weller (1991), "Financial Liberalisation, Asset Prices and Exchange Rates", *Documento de Trabajo*, No. 95, Departamento de Economía y Estadística, OECM, febrero.
- Mishkin, Frederic S. (1996), "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective", *Documento de Trabajo*, No. 5600, NBER, mayo.
-

Sachs, Jeffrey D., Aaron Tornell y Andrés Velasco (1996), "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995", *Documentos Brookings sobre Actividad Económica*, Vol. I, pp. 147-215.

Schiantarelli, Fabio *et al.* (1994), "Credit where it is Due? A Revue of the Macro and Micro Evidence on the Real Effects of Financial Reform", cap. 5 en Caprio, Atiyas y Hanson (1994).

Sundararajan, V. y Tomás J.T. Baliño (eds.), *Banking Crises: Cases and Issues*, Washington, D.C., FMI.

Tseng, W. y R. Corker (1991), "Financial Liberalization, Money Demand, and Monetary Policy in Asian Countries", *Documento Ocasional*, No. 84, Washington, D.C., FMI, julio.

Turner, Philip (1996), "The Difficulties of Managing Banking Crises: An Overview". Trabajo presentado durante la XXXIII Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano, Ciudad de México, noviembre 18-22.

Turner, Philip y J. van't Dack (1996), "Changing Financial Systems in Open Economies: An Overview", mimeo, BIS (próxima conferencia del BIS).

Vihriälä (1996) "Credit Growth and Moral Hazard - An Empirical Study of the Causes of the Credit Expansion by the Finnish Local Banks in 1986-1990", *Documento de discusión del Banco de Finlandia*, 10/96, abril.

Vos, Rob (1995), "Financial Liberalisation, Growth and Adjustment: Some Lessons from Developing Countries", en Griffith-Jones y Drabek (1995), pp. 179-220.

Westley, G.D. (1995), "Financial Reforms in Latin America; Where we Have Been, Where are we Going?", mimeo, Banco de Desarrollo Inter Americano, enero.

Zahler, Roberto (1993), "Financial Sector Reforms and Liberalization: Welcome Address", en Faruqi (1993), pp. 43-54.

CONFIDENTIAL - SECURITY INFORMATION

1. The following information is being furnished to you for your information only. It is not to be disseminated outside your agency.

2. This information is being furnished to you for your information only. It is not to be disseminated outside your agency.

3. This information is being furnished to you for your information only. It is not to be disseminated outside your agency.

4. This information is being furnished to you for your information only. It is not to be disseminated outside your agency.

5. This information is being furnished to you for your information only. It is not to be disseminated outside your agency.

6. This information is being furnished to you for your information only. It is not to be disseminated outside your agency.

7. This information is being furnished to you for your information only. It is not to be disseminated outside your agency.

8. This information is being furnished to you for your information only. It is not to be disseminated outside your agency.

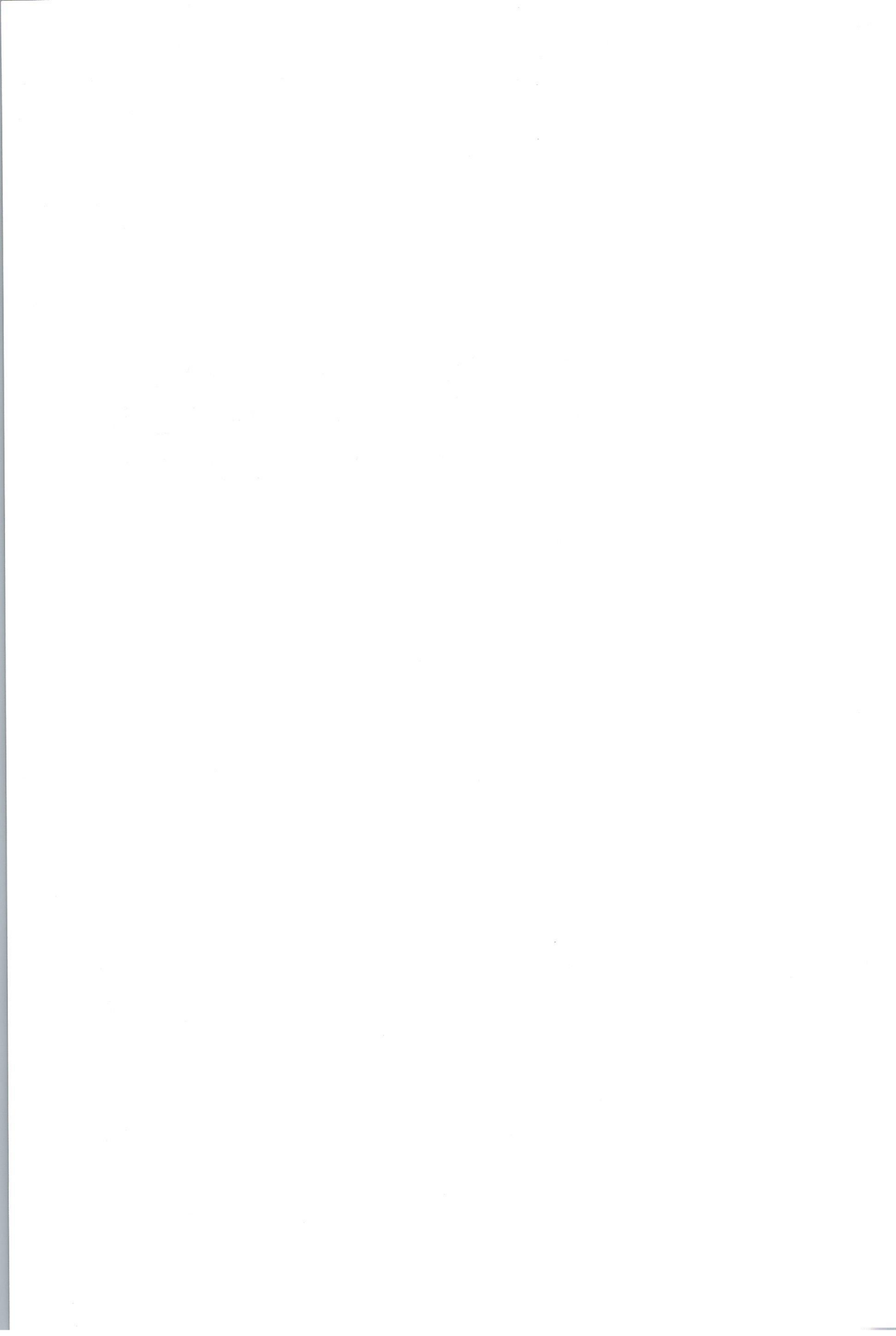
9. This information is being furnished to you for your information only. It is not to be disseminated outside your agency.

10. This information is being furnished to you for your information only. It is not to be disseminated outside your agency.

11. This information is being furnished to you for your information only. It is not to be disseminated outside your agency.

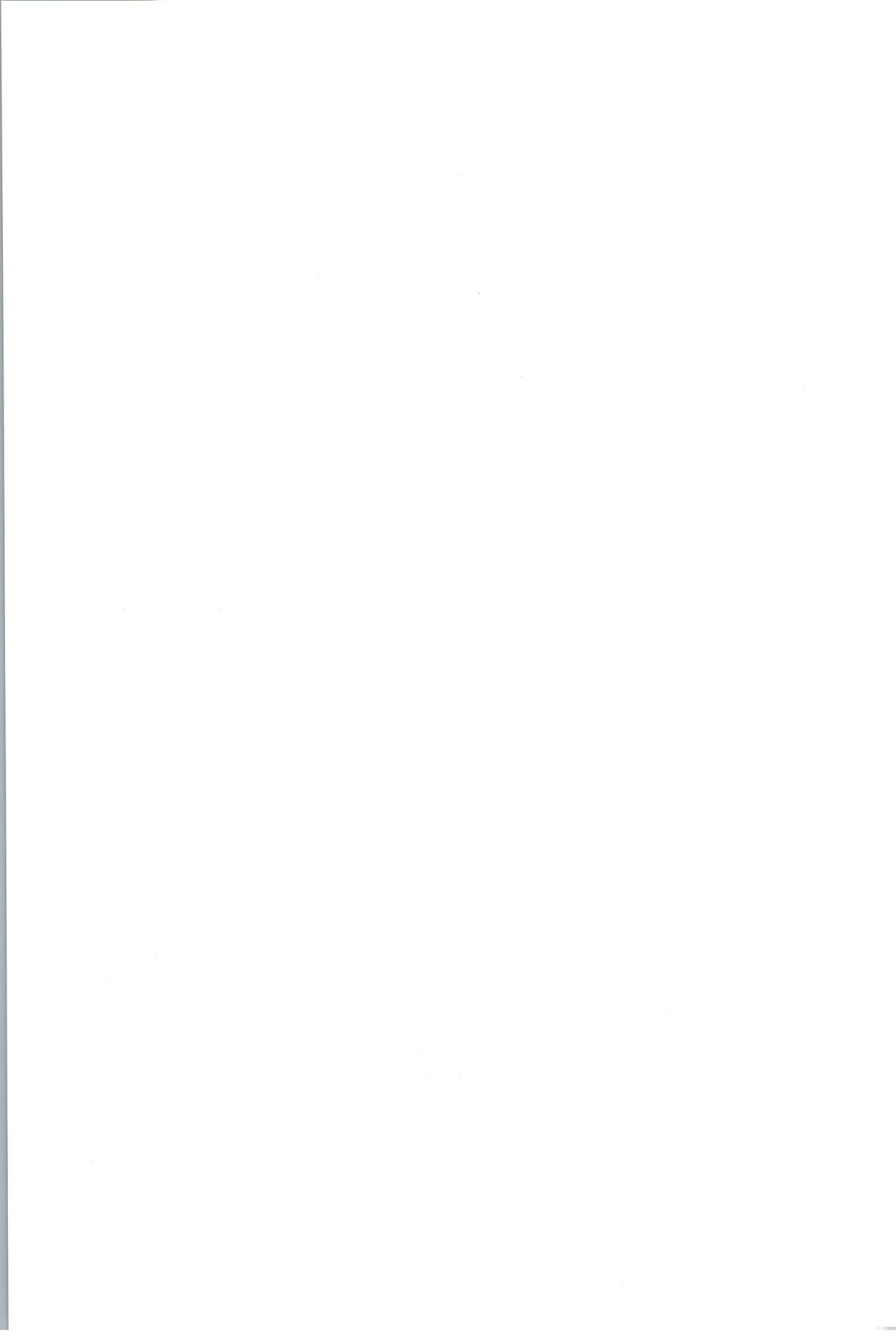
12. This information is being furnished to you for your information only. It is not to be disseminated outside your agency.

EFICIENCIA Y ECONOMIAS
DE ESCALA EN EL SISTEMA
BANCARIO COLOMBIANO



Hernán Avendaño Cruz*
Gerente de Análisis Económico
de la Asobancaria

* *Este trabajo es el producto de una investigación realizada por el autor en la Asobancaria, y aceptada por la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Colombia como tesis para optar al grado de la Maestría en Economía; en este simposio se expone una versión condensada del documento completo que se presentó a la Universidad Nacional con el título: "Economías de escala en el sistema bancario colombiano".*



El tema de la eficiencia del sector financiero no ha sido debidamente estudiado en Colombia; sin embargo, se ha vuelto un lugar común la referencia a la ineficiencia sin intentos de medición.

Con este trabajo se busca fortalecer un área particular de la investigación sobre eficiencia. Específicamente, se actualiza la medición de economías de escala para el sistema bancario, con una forma funcional flexible diferente de la utilizada tradicionalmente en este tipo de estudios; la utilización de una forma funcional distinta se basa en las limitaciones de las funciones translog para estimar funciones de producción y de costos.

El trabajo contiene cuatro secciones. En la primera se muestra la amplitud y complejidad del campo de investigación sobre la eficiencia del sector financiero y la forma como el tema de las economías de escala busca dar respuestas a una parte de la problemática. En la segunda se registra la relación entre las funciones de producción y las formas funcionales utilizadas para aproximarlas. En la tercera se presentan los resultados de un ejercicio de aplicación de la forma funcional flexible de Fourier a la banca colombiana. Finalmente, en la cuarta sección se enuncian algunas conclusiones relevantes.

Eficiencia y economías de escala

Como ocurre en diversos campos del conocimiento, el tema de la eficiencia resulta bastante espinoso cuando se trata de medir, especialmente si la referencia se orienta al sector de servicios. Por ello es fácil afirmar que una empresa no es eficiente, pero es complejo definir qué tan ineficiente es.

Indicadores simples

Pese a sus grandes limitaciones, es ampliamente generalizado el uso de indicadores simples de eficiencia, entre los cuales se destacan los márgenes de intermediación y las razones financieras; la metodología de construcción de esos indicadores los hace poco útiles tanto para comparaciones internacionales, como para comparaciones dentro de un país o de un sector.

Basta con señalar que al definir el margen de intermediación como la diferencia entre las tasas de interés activas y las pasivas, se está haciendo la comparación entre dos cosas muy diferentes en economías como la colombiana y que, con mayor razón, difieren de un país a otro. En el caso colombiano, por ejemplo, en el lado pasivo se toman los CDT de 90 días, mientras que en el lado activo se incluye una mezcla en la que predominan los créditos de más de un año, lo que ya es suficiente para cuestionar el significado del indicador; si ese resultado se compara con el obtenido para un país que tiene claramente definida su curva de rendimientos, cualquier conclusión es débil.

Estructura de mercado y eficiencia

Otro indicador de eficiencia se tiende a buscar en el grado de concentración y de competencia de un mercado. En Colombia se tiende a dar por cierta la posibilidad de tener amplia competencia, baja con-

centración y alta eficiencia; simplemente bastaría con medir el grado de concentración de un sector para concluir si es eficiente o ineficiente.

Por oposición a esa visión, en la literatura académica se registran las dificultades para demostrar la necesaria coexistencia de esas características. En el caso del sistema financiero, desde los años treinta hay trabajos en los cuales se señala que la estructura oligopólica es una característica inmanente al sector financiero.

Los estudios sobre la relación entre estructura bancaria y competencia se desarrollaron a partir de la década del sesenta en Estados Unidos y aún no hay acuerdo entre los investigadores sobre los puntos básicos. Mencionemos dos autores que en el mismo año llegan a conclusiones opuestas; Gilbert (1994) afirma que los resultados no son consistentes para aceptar o rechazar la hipótesis de que la concentración de los mercados influye en el desempeño de los bancos; en el otro extremo, Heggstaad (1984) concluye que los resultados son sólidos y demuestran que los mercados bancarios más concentrados registran altas tasas de interés sobre los préstamos, menores servicios y alta rentabilidad.

Los indicadores tradicionales de concentración tampoco aportan pruebas concluyentes sobre su relación con la eficiencia. Por ejemplo, en muchos países que cuentan con sectores financieros más eficientes que el colombiano, se registran estructuras más concentradas que la nuestra (cuadros 1 y 2).

En los cuadros 1 y 2 se observa que los menores niveles de concentración corresponden a tres de los países más desarrollados del mundo; sin embargo, esos resultados son relativos.

Tomemos, por ejemplo, el caso de los Estados Unidos; para 1992, el 3,3% de los bancos (380) tenía el 70,7% de los activos; en Colombia,

Cuadro 1
Participación de los tres bancos más grandes en los activos totales
1992 (porcentajes)

País	Tres bancos	País	Tres bancos
Dinamarca	67,1	Inglaterra	73,1
Suecia	83,4	Francia	46,8
Noruega	86,8	Alemania	25,2
Finlandia	76,8		

Fuente: Danish Bankers Association (1993).

Cuadro 2
Participación de los cinco bancos más grandes en los activos totales
1980 (porcentajes)

País	Cinco bancos	País	Cinco bancos
Canadá	80,0	Alemania	24,0
Francia	81,0	Japón	22,0
Inglaterra	68,0	Estados Unidos	18,0

Fuente: Schuster (1986).

el 28% de los bancos tenía el 69% de los activos del sistema bancario en junio de 1996; es decir, el grado de concentración relativa —utilizado para la construcción de la curva de Lorenz y el coeficiente de Gini— es menor en Colombia que en Estados Unidos, aun cuando es ampliamente aceptado que la eficiencia de la banca de este último país es superior a la de la banca colombiana¹. Debido a la existencia de barreras geográficas, en Estados Unidos resulta relevante el análisis de los mercados locales para las investigaciones

1. Ver, por ejemplo, McKinsey and Co. Colombia, Inc. (1994), donde los autores calculan que la productividad de la banca colombiana equivale al 30% de la productividad de la banca de los Estados Unidos; se supone, por supuesto, que la productividad y la eficiencia están directamente relacionadas.

sobre concentración y eficiencia; se ha encontrado que las tres firmas más grandes concentraban el 67,4% de los depósitos en los mercados urbanos y el 89,6% en los rurales (Savage, 1992).

Estudios sobre eficiencia

Los estudios técnicos sobre eficiencia se han desarrollado en dos líneas básicas: la de economías de escala y de alcance, y la de eficiencia X o desviaciones de la frontera eficiente.

El enfoque de economías de escala busca comprobar si el tamaño de los bancos incide en los costos medios. El óptimo de eficiencia se logra en el punto mínimo de la curva de costos medios; la parte descendente de la curva corresponde a rendimientos crecientes y la parte ascendente, a rendimientos decrecientes.

Los trabajos académicos sobre el tema de economías de escala surgieron a mediados de la década de los cincuenta en Estados Unidos y, desde entonces, se ha producido un enorme volumen de estudios. Sin embargo, todavía existen marcadas diferencias en los resultados obtenidos; no hay acuerdo sobre el tamaño óptimo del sistema financiero o sobre la mejor forma de aproximar la verdadera función de producción.

Por su parte, los estudios sobre economías de alcance se iniciaron a mediados de los años ochenta. Con ellos se ha avanzado significativamente en el análisis de la banca como firma multiproducto, pero en los resultados obtenidos se aprecian mayores divergencias que en los de economías de escala (Mester, 1987).

Los fundamentos metodológicos de la investigación sobre eficiencia X se plantearon en la década del sesenta; sin embargo, su aplicación al sistema financiero apenas se inició en el segundo quinquenio

de los ochenta. Estos estudios se concentran en evaluar la habilidad de los empresarios para controlar los costos y maximizar los ingresos; la ineficiencia es medida como la distancia entre los costos de un banco particular y la frontera que indica los costos para los bancos más eficientes.

Los resultados tienden a mostrar que las ineficiencias provenientes de la mala administración son mayores que las provenientes de la escala de operación. Pero esos resultados se ven debilitados por las grandes diferencias que encuentran los distintos investigadores, lo cual se atribuye en buena medida a la técnica estadística utilizada; los estudios pueden encontrar ineficiencias inferiores al 5% de los costos o superiores al 50%; incluso, se han encontrado grandes diferencias cuando se aplican diversas técnicas a una misma muestra (Berger *et al.*, 1993).

Funciones de producción y formas funcionales flexibles

La estimación empírica de funciones de producción que se aproximen a las funciones teóricas es difícil; la verdadera función de producción es desconocida y se deben buscar aproximaciones mediante la imposición de fuertes restricciones a las formas funcionales.

La función Cobb-Douglas, por ejemplo, supone que las funciones de producción son aditivas y homogéneas y que la elasticidad de sustitución debe ser constante e igual a uno. Pero, pese a sus limitaciones, abrió el camino a los trabajos empíricos y su uso fue dominante hasta finales de los años cincuenta.

El desarrollo de la teoría de la dualidad, a finales de los cincuenta y comienzos de los sesenta, permitió el diseño de funciones con menos restricciones sobre el comportamiento del productor.

Funciones paramétricas flexibles

A partir de la teoría dual se produjo un *boom* de funciones de producción llamadas flexibles, que buscan representar el comportamiento del consumidor sin imponer restricciones al conjunto de elasticidades precio e ingreso, como punto de partida. Se pueden mencionar entre las más conocidas la translogarítmica, la generalizada Leontief, la Cobb-Douglas generalizada, la generalizada Box-Cox y la Minflex Laurent.

Regularmente, las funciones flexibles se basan en métodos matemáticos de aproximación a la verdadera función de producción. Según Gallant (1981), los dos métodos más comunes de aproximación son las series de Taylor y las series de Fourier; de ellos, el basado en las series de Taylor es el más popular desde cuando Christensen, Jorgenson y Lau (1971) formularon la función translogarítmica.

A su vez, la función translog se ha convertido en la más popular en los estudios empíricos sobre costos y funciones de producción, pero como está basada en aproximaciones locales, las funciones flexibles tienen un error de aproximación.

La forma general de los polinomios de Taylor tiene dos componentes:

$$\phi(x) = P_n + R_n$$

donde P_n es un polinomio que aproxima la verdadera función $\phi(x)$, con un error de aproximación R_n .

Las expansiones basadas en series de Taylor aproximan mejor a la verdadera función mientras más alto sea el orden de la expansión, de manera que R_n se hace más pequeño; la dificultad para lograrlo

es que el número de incógnitas aumenta en forma más que proporcional, lo que dificulta la estimación.

Desde un punto de vista teórico, Caves y Christensen (1980) evaluaron la función generalizada Leontief y la translog, y mostraron que las funciones flexibles tienen rangos en los que no cumplen con las condiciones de regularidad de las funciones de utilidad, esto es, la monotonicidad y la cuasiconvexidad.

Desde un punto de vista empírico, varios autores también han llegado a la misma conclusión. Wales, por ejemplo, concluye que "... una consecuencia importante es que haber hallado observaciones para las cuales se violan las condiciones de cuasiconvexidad y monotonicidad no necesariamente implica la ausencia de un proceso de maximización de la utilidad subyacente, sino que puede reflejar inhabilidad de la forma flexible para aproximar la verdadera función de utilidad en todo el rango de datos" (p. 191). Igualmente observó que los resultados eran mejores mientras menor fuera la varianza en la distribución de los salarios; de ahí concluye que es más recomendable la aplicación de las formas flexibles en series de tiempo que en análisis de corte transversal, dado que en este último es frecuente que las varianzas sean mayores.

A ese problema hay que sumarle el sesgo que introduce la técnica de estimación en las funciones flexibles, como lo muestra White (1980) para el caso del método de mínimos cuadrados ordinarios (MCO) en las funciones translog. White comprobó que los parámetros estimados por MCO no necesariamente corresponden a las expansiones de Taylor alrededor de la media; los MCO tienen limitaciones para proveer información sobre las propiedades locales (elasticidades y derivadas parciales) de la verdadera función².

2. Esto, según el autor, se adiciona a las evidencias aportadas por Wales (1977) y Griffin (1978), que "... muestran que las estimaciones de las formas funcionales flexibles de utilidad (producción), como la translog o la Leontief generalizada, no necesariamente proveen buenas aproximaciones a las funciones desconocidas, en términos de su capacidad para satisfacer las condiciones de regularidad (cuasiconvexidad y monotonicidad, que son propiedades derivadas) requeridas para la maximización de la utilidad".

A partir de las conclusiones de White (1980), McAllister y McManus (1993) demuestran que la función translog introduce sesgos en los resultados cuando se calculan para todo el universo de datos; los resultados básicos deberían mantenerse para la muestra total o para partes de ella y eso no ocurre.

Frente a las dificultades que surgen en las funciones flexibles basadas en expansiones de Taylor de segundo orden, se vienen planteando diferentes opciones orientadas al uso de funciones no paramétricas o semi no paramétricas; entre ellas, ha ganado alguna relevancia la forma funcional flexible de Fourier (FFF), formulada por Gallant (1981, 1982).

Gallant demostró que la FFF tiene la capacidad de aproximar mejor cualquier función en todo su rango que la función translog; incluso, permite mostrar los sesgos que produce la translog, dado que ella es un caso especial de la FFF.

La forma funcional flexible de Fourier

La FFF está integrada por la combinación de una serie truncada de Fourier y una forma cuadrática; por ello, la translog es un caso particular de la FFF.

$$g_K(x) = a_0 + b'x + \frac{1}{2}x'Cx + \sum_{\alpha=1}^J \sum_{j=-J}^J a_{j\alpha} e^{ij\lambda_{\alpha}'x} \quad (1)$$

Diversos autores han realizado comparaciones entre la FFF y varias formas funcionales; en general, su conclusión es que la FFF logra mejores aproximaciones a la verdadera función. Por ejemplo, Mitchell y Onvural (1996b) crearon una función "verdadera" con un experimento de Monte Carlo y una función de producción CES, para tres tecnologías diferentes; luego, aproximaron esa función con la translog y con la FFF. En el cuadro siguiente se presenta la comparación de los

resultados obtenidos en la estimación de las economías de escala medias, en relación con los obtenidos en la función verdadera; se observa que la FFF aproxima mejor a la tecnología verdadera, mientras que la translog sólo lo hace en la tecnología más sencilla, que corresponde a una función Cobb-Douglas.

Cuadro 3
Experimento de Monte Carlo: estimación de las economías de escala medias

Modelo	Tecnología 1	Tecnología 2	Tecnología 3
Verdadero	1.000	1.411	0,803
Flexible de Fourier*			
FF-4	1.000	1.404	0,731
FF-6	1.000	1.408	0,747
FF-10	1.000	1.413	0,885
Translog	1.000	1.431	0,337

* La FFF se calculó para diferentes combinaciones de insumos y productos; así, FF4 corresponde a cuatro combinaciones, FF6 a seis combinaciones diferentes de las anteriores y FF-10 a todas las combinaciones.

Fuente: Mitchell y Onvural (1996b).

Funciones de producción y sector financiero

La literatura sobre economías de escala en el sector financiero viene rezagada con respecto a los desarrollos de la literatura empírica sobre funciones de producción. Los primeros trabajos sobre la función de costos bancarios datan de 1954 y se basaron en la función Cobb-Douglas, desarrollada en 1928.

Durante las siguientes décadas, los estudios sobre economías de escala del sector financiero continuaron utilizando la Cobb-Douglas hasta 1982. En este año se empieza a difundir el uso de la translog

aplicada al sector financiero; mientras que esa función se aplicó a otros sectores de forma prácticamente inmediata a su formulación, transcurrieron once años antes de que se empezara a aplicar al estudio de economías de escala en el sector financiero.

Es así que en los primeros estudios que aplicaron la translog al sistema financiero, ya eran conocidas sus limitaciones como aproximación a la verdadera función. Benston *et al.* (1982, p. 437) indican que el incumplimiento de la condición de concavidad de la función de costos estimada tiene un impacto muy pequeño sobre las economías de escala resultantes; aun cuando afirman que el cumplimiento de la homogeneidad y simetría tampoco tiene mayores efectos sobre las economías de escala obtenidas, imponen restricciones a los parámetros, con el fin de lograr su cumplimiento.

Desde entonces, en los estudios sobre economías de escala, tanto de Estados Unidos como de otros países en los que se han realizado estimaciones en los últimos años, ha predominado el uso de funciones translog. Son contadas las excepciones de autores que buscan el uso de otras formas funcionales para mejorar la aproximación a la verdadera función. Podemos destacar los siguientes autores: Lawrence (1989), con un ajuste Box-Cox a una Cobb-Douglas; Hunter *et al.* (1993), con una Minflex Laurent; McAllister y McManus (1993), con tres técnicas no paramétricas; y Mitchell y Onvural (1996 y 1996b) con una FFF.

Estimación para el sistema bancario colombiano

En el ejercicio propuesto se evalúa la banca como una firma multi-producto en el enfoque de intermediación, esto es, los depósitos se consideran como un insumo para los préstamos. Definimos como productos los préstamos comerciales y los demás presta-

mos³, y como insumos los depósitos y exigibilidades, la mano de obra y el capital. Se utilizan los costos totales, que son la suma de los costos “operativos” más los costos financieros; los costos “operativos” están conformados por los costos laborales y los costos de capital. Por lo tanto, se plantea la siguiente función de costos:

$$C_t = f(y_1, y_2, p_1, p_2, p_3) \quad (2)$$

donde:

- y_1 = préstamos comerciales
- y_2 = otros préstamos
- p_1 = precio del capital
- p_2 = precio de la mano de obra
- p_3 = precio de los depósitos

Se utilizó una combinación de series con datos de corte transversal, con cifras del balance para los cierres de semestre entre diciembre de 1994 y junio de 1996 y una serie mensual del valor total de los activos. La muestra quedó conformada por 29 bancos, después de eliminar tres entidades por no contar con cifras para todo el período. Las series se deflactaron con el Índice de Precios al Productor,

3. Préstamos de consumo más préstamos hipotecarios; estos últimos apenas se empiezan a implementar en los bancos comerciales. por lo que el mayor peso en esta categoría corresponde a los préstamos de consumo.

elaborado por el Banco de la República, y no se consideró la existencia de cambio tecnológico.

La función de costos utilizada es similar a la propuesta por Mitchell y Onvural (1996a y 1996b), que es de la siguiente forma:

$$LnC = u_0 + \mathbf{b}'\mathbf{x} + \frac{1}{2}\mathbf{x}'\mathbf{A}\mathbf{x} + \sum_{h=1}^H [u_h \cos(k_h) + v_h \sin(k_h)] + \varepsilon \quad (3)$$

donde:

- LnC = Logaritmo natural de los costos.
- u_0 = una constante a ser estimada.
- $\mathbf{b} = [b_{11}, \dots, b_{1N}, b_{z1}, \dots, b_{zM}]'$ un vector N+M de coeficientes a ser estimados.
- $\mathbf{x} = [l', z']'$ un vector N+M con variables estandarizadas de precios de insumos y de cantidades de producto, como se explica a continuación.
- $\mathbf{k}_h = [k_{h11}, \dots, k_{h1N}, k_{hz1}, \dots, k_{hzM}]$ un vector N+M con elementos de integración seleccionados por el investigador; l es un vector de logaritmos de los precios estandarizados de los insumos y z el logaritmo de las cantidades estandarizadas de producto; estos vectores están definidos de la siguiente forma: $l = \lambda [Ln p + w_p]$, $z = \lambda \mu [Ln y + w_y]$

donde $Ln p$ es un vector N de logaritmos de precios no estandarizados de los insumos; $Ln y$ es un vector M de logaritmos de las cantidades no estandarizadas de producto; λ , μ , w_p y w_y son los factores para estandarizar.

Como se mencionó anteriormente, la FFF representa bien a la verdadera función dentro de un rango definido, por tratarse de una función periódica. Por eso se introduce un proceso de estandarización de las variables.

- $A = [a_{ij}]$ una matriz simétrica $(N+M) \times (N+M)$ de coeficientes a ser estimados.
- u_h, v_h coeficientes a ser estimados.
- $H =$ número máximo de funciones trigonométricas en la ecuación de costos.

Con estos elementos, podemos reescribir la ecuación (3) con N precios y M productos, detallando más el componente cuadrático equivalente a la función translog:

$$LnC = u_0 + \sum_{j=1}^N b_{pj} l_j + \sum_{i=1}^M b_{yi} z_i + \frac{1}{2} \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N a_{ij} l_i l_j + \frac{1}{2} \sum_{i=1}^{N+M} \sum_{j=N+1}^{N+M} a_{ij} z_{i-N} z_{j-N} + \sum_{i=1}^N \sum_{j=N+1}^{N+M} a_{ij} l_i z_{j-N} + \sum_{h=1}^H [u_h \cos(k_h) + v_h \sin(k_h)] + \varepsilon \quad (4)$$

Con el objetivo de mejorar la eficiencia de la estimación, la ecuación anterior se estima en forma conjunta con $N-1$ ecuaciones de participación, obtenidas a partir del Lema de Shephard:

$$s_i = \lambda \left\{ b_{pi} + \sum_{j=1}^N \sum_{j=1}^N a_{ij} l_j + \sum_{i=1}^N \sum_{j=N+1}^{N+M} a_{ij} z_{j-N} + \sum_{h=1}^H [-u_h \sin k_h + v_h \cos k_h] \right\} \quad (5)$$

De esta forma, el modelo propuesto queda conformado por tres ecuaciones: la ecuación de costos y dos ecuaciones de participación. La muestra básica está conformada por 116 observaciones (29 bancos por cuatro semestres), pero por la inclusión de las dos ecuaciones de participación, su número se eleva a 348 (116 por tres ecuaciones).

Siguiendo el procedimiento sugerido por Chalfant y Gallant (1985), el número máximo de parámetros debe estar alrededor de la raíz dos tercios del número efectivo de observaciones; por lo tanto, se deben calcular aproximadamente 49 parámetros, de los cuales quince corresponden al componente cuadrático de la función y los restantes 34 a componentes trigonométricos. Las combinaciones seleccionadas de precios y productos arrojaron 39 términos trigonométricos.

Para el cálculo de las economías de escala se utiliza la fórmula sugerida por Baumol para firmas multiproducto:

$$EE = \frac{1}{\sum_{i=1}^M \frac{\delta \text{Ln} C}{\delta \text{Ln } y_i}} \quad (6)$$

Si el coeficiente es menor que la unidad, hay rendimientos crecientes; si es igual a la unidad, rendimientos constantes, y si es mayor, rendimientos decrecientes.

El modelo se estimó siguiendo el procedimiento Itsur (*iterative seemingly unrelated regression*) para la FFF con restricción de homogeneidad y sin ella, y la translog sin restricción (no fue posible la estimación con restricción de homogeneidad).

En términos generales, en los tres casos se lograron buenos ajustes; los valores del coeficiente r^2 fueron de 0,922809 para la FFF con restricción, de 0,973138 para la FFF sin restricción y de 0,975919 para la translog sin restricción. La mayoría de los parámetros resultaron significativos en las tres funciones.

En la estimación de economías de escala es donde se registra la mayor diferencia en los resultados obtenidos. En todos los casos resulta que el sistema bancario en su conjunto se encuentra en la

parte descendente de la curva de costos medios. El coeficiente de economías de escala toma un valor medio de 0,67 con la FFF restringida, 0,71 con la FFF no restringida y 0,82 con la translog no restringida.

Además de esas diferencias, hay una más notable que es la relacionada con los valores medios correspondientes a cada banco; los resultados de la translog son bastante similares para la muestra de bancos, como lo indica la desviación estándar de los coeficientes obtenidos (0,05846286), lo que indica que cada uno de los bancos registra rendimientos decrecientes; en cambio, en los casos de la FFF hay notables variaciones (desviaciones estándar de 0,45733724 en la función con restricción y de 0,30030409 para la función sin restricción) y aparecen bancos que registran rendimientos decrecientes (coeficientes de economías de escala mayores que la unidad).

En síntesis, los resultados medios son consistentes con los obtenidos en todos los estudios que se han hecho en Colombia sobre economías de escala del sistema bancario, pero en los coeficientes individuales para cada institución hay notorias diferencias.

Conclusiones

En este trabajo se muestra que el problema de la eficiencia es más complejo de lo que se podría derivar del generalizado uso de indicadores simples. De ninguna manera se trata de afirmar que el sector bancario en Colombia es eficiente, sino de señalar que son escasos los intentos de medición de esa ineficiencia y que esos intentos no se han orientado sobre todo el espectro de posibilidades de análisis del tema.

Igualmente, se muestra cómo las funciones flexibles son aproximaciones locales a la verdadera función de producción y que la posibi-

lidad de reducir el error de aproximación se ve limitada por el incremento en el número de incógnitas. Las funciones basadas en series de Fourier también incluyen un término de error, pero tienen la ventaja de permitir un mayor orden de aproximación; diversos trabajos han demostrado que su error de aproximación es menor que el de las formas flexibles basadas en expansiones de Taylor.

Los estudios empíricos sobre economías de escala en el sector financiero registran un notable atraso en la aplicación de formas funcionales alternativas, respecto a otros sectores.

Finalmente, la estimación para el caso colombiano señala que el sector financiero en su conjunto se halla en la parte descendente de la curva de costos medios; sin embargo, en este documento se encontró que hay bancos que registran rendimientos decrecientes.

Es prematuro derivar recomendaciones de política de los resultados aquí obtenidos. Antes es necesario consolidar la metodología utilizada y extenderla a diversos aspectos que aquí no se trataron, como es el caso del cambio tecnológico, el enfoque de producción del sector financiero o formas alternativas de definición del producto bancario.

Bibliografía

Benston, George J., Gerald A. Hanweck and David B. Humphrey (1982), "Scale Economies in Banking. A Restructuring and Reassessment", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 14, No. 4, Part 1, November.

Berger, Allen, William Hunter y Stephen G. Timme (1993), "The Efficiency of Financial Institutions: A Review and Preview of Research. Past, Present and Future", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 17, Nos. 2-3, April.

Chalfant, James y Ronald Gallant (1985), "Estimating Substitution. Elasticities with the Fourier Cost Function", *Journal of Econometrics*, 28.

Christensen, Laurits, Dale Jorgenson y Lawrence Lau (1971), "Conjugate Duality and the Transcendental Logarithmic Production Function", *Econometrica*, Vol. 39, No. 4, July.

Danish Bankers Association (1993), "Danish Banks in a Transitional Period. An International Comparison", *Financial Analysis*, No. 1, May.

Gallant, Ronald A. (1981), "On the Bias in Flexible Functional Forms and an Essentially Unbiased Form: The Fourier Flexible Form", *Journal of Econometrics*, 15.

_____ (1982), "Unbiased Determination of Production Technologies", *Journal of Econometrics*, 20.

Gilbert, R. Alton (1984), "Bank Market Structure and Competition: A Survey", *Journal of Money, Credit, and Banking*, November.

Heggstaad, Arnold A. (1984), "Comment on Bank Market Structure and Competition: A Survey", *Journal of Money, Credit, and Banking*, November.

Hunter, William, Stephen Timme y Won Keung Yang (1990), "An Examination of Cost Subaditivity and Multiproduct Production in Large U.S. Banks", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 22, No. 4, November.

Lawrence, Colin (1989), "Banking Costs, Generalized Functional Forms, and Estimation of Economies of Scale and Scope", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 21, No. 3, August.

McAllister, Patrick H. y Douglas McManus (1993), "Resolving the Scale Efficiency Puzzle in Banking", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 17, Nos. 2-3, April.

McKinsey & Co. Colombia, Inc. (1994), "Análisis del nivel de productividad de la banca al detal en Latinoamérica", *Banca y Finanzas*, No. 33, julio-septiembre.

Mester, Loreta J. (1987), "Efficient Production of Financial Services: Scale and Scope Economies", *Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, January-February.

Mitchell, Karlyn y Nur M. Onvural (1996a), "Economies of Scale and Scope at Large Commercial Banks: Evidence from the Fourier Flexible Functional Form", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 28, No. 2, May.

_____ (1996b), "Fourier Flexible Costs Functions: An Exposition and Illustration Using North Carolina S&L", *Working Paper*, North Carolina State University.

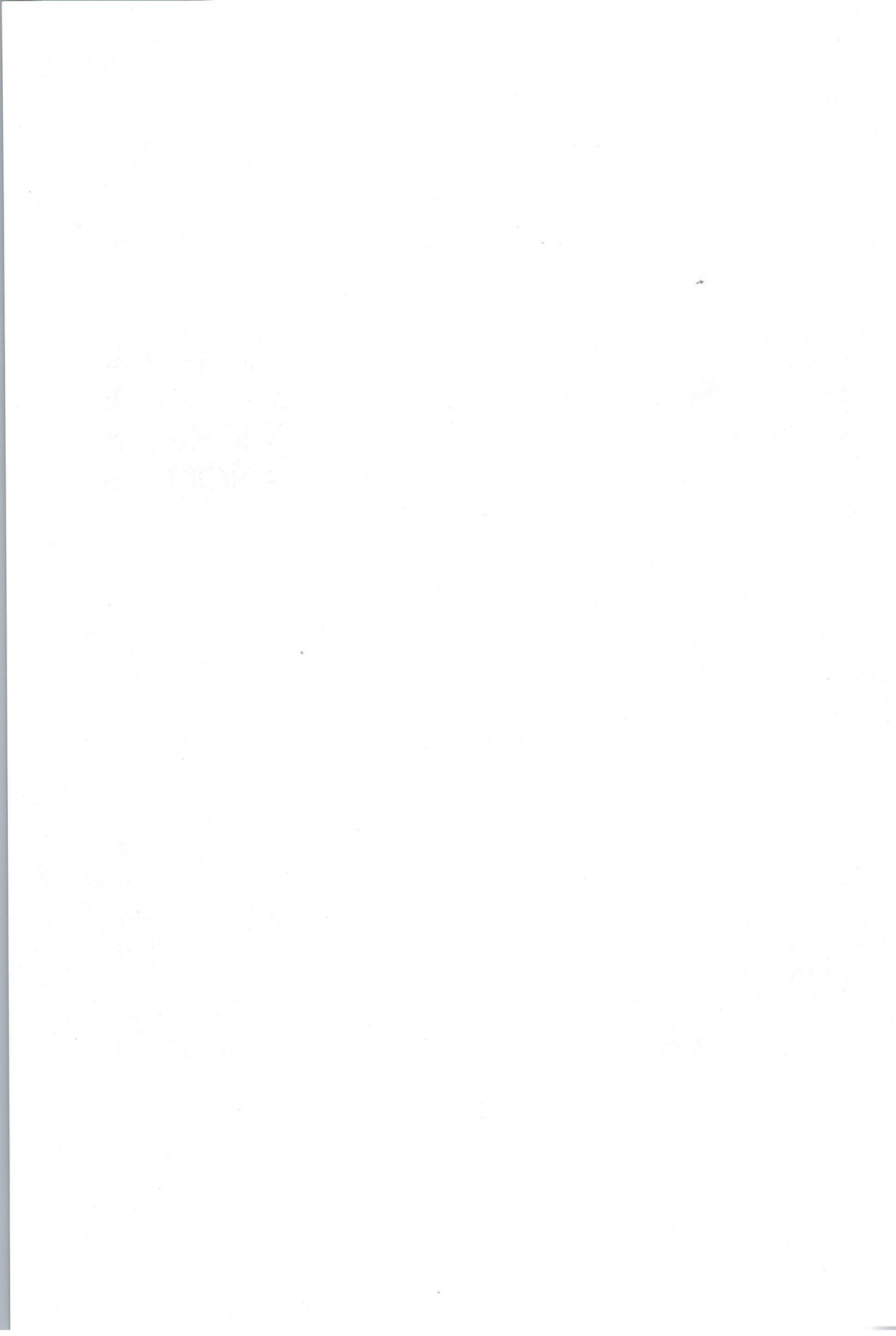
Savage, Donald T. (1992), "Concentration in Banking and other Financial Services", en Peter Newman, Murray Milgate y John Eatwell (eds.), *New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, London, The Macmillan Press Limited.

Schuster, Leo (1986), "Concentration and Competition in Banking", *Journal of Bank Research*, Vol. 17, No. 1, Spring.

Wales, Terence J. (1977), "On the Flexibility of Flexible Functional Forms", *Journal of Econometrics*, Vol. 5, March.

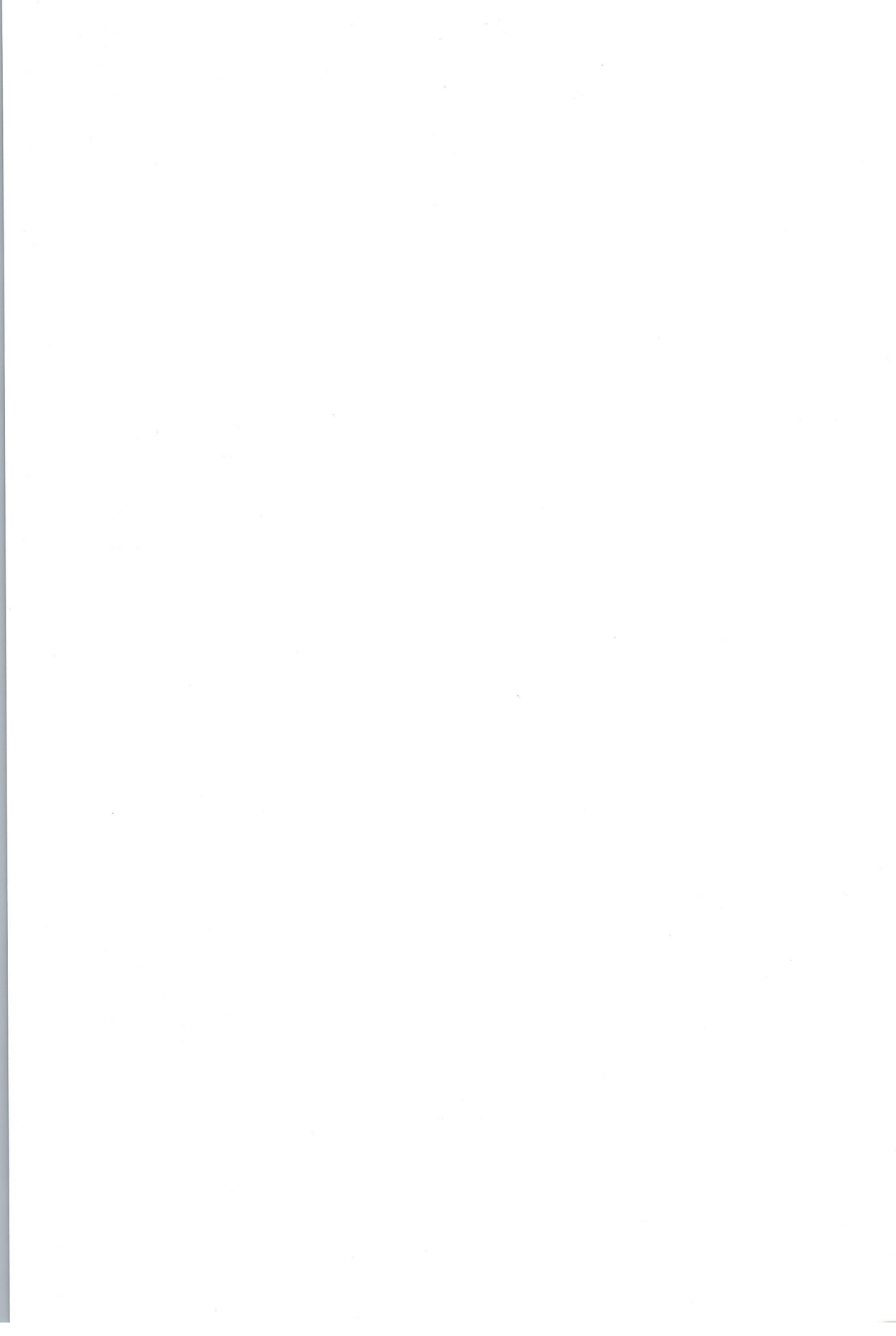
White, Halbert (1980), "Using Least Squares to Approximate Unknown Regression Functions", *International Economic Review*, Vol. 21, No. 1, February.

HACIA LA CONSOLIDACION DEL
SISTEMA PENSIONAL COLOMBIANO:
ASPECTOS FISCALES, LABORALES
Y FINANCIEROS



Sergio Clavijo*
Consultor

* *Las opiniones aquí expresadas son de exclusiva responsabilidad del autor.*



Introducción

El proceso de implementación de la reforma a la seguridad social, que se introdujo por medio de la Ley 100 de 1993, ha completado cerca de tres años. Aunque es un tiempo relativamente corto para entrar a evaluar los alcances de las reformas efectuadas en las diferentes áreas de esta ley (salud, pensiones, riesgo profesional, desarrollo del mercado de capitales, etc.), la polémica que se ha generado en el área pensional hace indispensable reflexionar sobre las tareas de corto plazo que se vienen realizando en el marco de dicha ley y también sobre la incidencia fiscal y macroeconómica que habrá de tener el desarrollo de la misma.

En la primera parte de este estudio se analizan tres evaluaciones recientes sobre el proceso de reforma pensional, dos de las cuales tienen ascendencia oficial (pues una proviene de quienes impulsaron la reforma durante la administración Gaviria y otra del actual ministro de Hacienda) y la restante, de carácter independiente, corresponde al trabajo efectuado por la Comisión de Racionalización del Gasto Público. Allí se destacan sus grandes coincidencias acerca de la necesidad de consolidar la reforma pensional, pero también el reconocimiento unánime de que el nuevo sistema de prima me-

dia tiene fallas estructurales que representan un potencial desbalance fiscal, el cual será necesario corregir en un futuro no muy distante.

Sin embargo, es importante tomar conciencia de que existe una inconsistencia macroeconómica cuando se afirma que no es inminente la reforma pensional, pero tampoco se adoptan los correctivos fiscales necesarios para generar un mayor ahorro público de manera inmediata. En efecto, al no generarse un mayor ahorro público, el problema de endeudamiento tenderá a agravarse, de tal manera que cuando finalmente se enfrente la corrección en la fuente de este desbalance pensional, el problema fiscal habrá alcanzado dimensiones inmanejables. Entonces, la única línea de acción consistente sería decidir la postergación de una nueva reforma pensional (conducente a reducir beneficios y garantías estatales) si se cuenta con la decisión técnica y política para generar el ahorro público necesario para enfrentar la fase de transición, la que por sí sola exige un gran sacrificio fiscal (del orden de 1,5% del PIB por año).

En la segunda parte del estudio se realiza un breve análisis comparado del sistema pensional colombiano con el caso chileno, y con los resultados obtenidos en otras regiones, como en América Latina y la Oede. Primero se aborda el tema de la cobertura en afiliados y en pensionados, y posteriormente el de las condiciones para acceder a la pensión y el monto de la misma. El diagnóstico confirma lo encontrado en otros estudios, en el sentido de que, a pesar de los correctivos adoptados, será difícil superar el problema de cobertura, determinado por el problema de alta informalidad y rotación laboral, y que las condiciones de acceso y monto pensional continúan siendo demasiado generosas. De allí que no deba sorprender el gran impacto fiscal que continuará teniendo, de manera directa, el régimen de prima media y, de manera indirecta, el régimen de garantía de la pensión mínima a través del ISS y de las AFP.

En segundo lugar se analiza el tema de las cargas contributivas sobre la nómina que, como es sabido, se incrementaron en cerca de diez puntos porcentuales por cuenta de la reforma pensional, alcanzando la preocupante cifra de 37% a cargo del empleador y cerca de 9% a cargo del empleado, para un total de 46% (incluyendo salud, cesantías, riesgo e impuestos de destinación específica como el del ICBF y contribuciones parafiscales, como las del Sena y cofamiliares). En este aspecto es claro que la Ley 100 de 1993 obró en sentido contrario de lo que se viene haciendo en el resto de América Latina, donde precisamente en las reformas de Chile, Argentina y Perú las cargas sobre la nómina por concepto de pensiones se han fijado en un nivel de icero por ciento! Aunque siempre se podrá recurrir a la sofisticada argumentación de que en las negociaciones salariales este factor se conoce de antemano y se descuenta a la hora de fijar el salario base, es claro que este tipo de políticas termina entrabando la generación del empleo formal y afectará, por lo tanto, la cobertura y desarrollo del sistema pensional. Por tal razón, este documento enfatiza la necesidad de desmontar rápidamente algunos de los componentes de estas cargas sobre la nómina, en la línea de lo recomendado por la Comisión (1996b).

Por último, en la tercera sección se evalúa la posible trayectoria del balance pensional colombiano en su componente público y privado, y su conexión con el tema del pasivo pensional y las reservas efectivas existentes. Gracias a este ejercicio se incursionó en lo que podría denominarse la construcción del “mecano pensional colombiano”, donde hasta el momento sólo se cuenta con información fragmentaria. Los resultados preliminares deberán cotejarse con los del proyecto que recientemente ha emprendido el Ministerio de Hacienda, aunque se ha perdido tiempo precioso en la consolidación de estos pasivos. En este frente los resultados no son muy alentadores, pues aunque se ha venido hablando de un pasivo pensional del orden del 65% del PIB al finalizar 1995, al incluir algunos sectores “especiales”

que no fueron objeto de la reforma de la Ley 100 de 1993 y otros sectores que se encontraban por fuera del sistema del ISS, se observa que dicho pasivo bien podría estar bordeando el equivalente al 120% del PIB. Estos sectores “especiales” pueden representar casi un 15% del PIB y su nivel de reservas efectivas es casi nulo.

Tres evaluaciones del régimen pensional y una inconsistencia macroeconómica

Recientemente han salido a la luz pública tres grandes estudios en los cuales se evalúan, por una parte, las virtudes y defectos estructurales de la reforma pensional introducida a través de la Ley 100 de 1993 y, por otra, las tareas inmediatas que deben desarrollarse para consolidar esta reforma.

Visión de quienes impulsaron la reforma

El primero de ellos corresponde al trabajo de Ayala y Helmsdorff (1996), en el cual se hace una juiciosa evaluación desde la óptica de quienes contribuyeron de manera decisiva a impulsar el proyecto de ley 155 de 1992, en el que se proponían ajustes drásticos al régimen vigente: una transición rápida hacia un régimen de capitalización pura, con un elemento de solidaridad complementario, una duplicación de la tasa de contribución y una rebaja en el sistema de beneficios, particularmente al elevar la edad de pensión en cinco años. La idea original conducía a “marchitar” financieramente el desbalanceado régimen de reparto simple y abolir la multiplicidad de insolventes cajas pensionales del sector público, con la sola excepción del sector de la fuerza pública. El régimen solidario de carácter complementario podría ajustarse a varias opciones, bien para evitar los niveles de pobreza absoluta y/o lograr, en la medida en que crecieran los subsidios públicos y privados, una mejor distribución del ingreso.

En contraste, las negociaciones en el Congreso de la República llevaron a la aprobación de lo que podría denominarse un régimen “doblemente-dual” (valga la redundancia), pues no sólo puso a competir el nuevo régimen de prima media público con el de capitalización individual de carácter privado, sino que estableció un régimen de subsidios cruzados de los aportantes de mayores ingresos a favor de los de menores ingresos, con el doble propósito de asegurar una pensión mínima equivalente al salario mínimo y con un sistema de redistribución del ingreso que, infortunadamente, premia de mejor manera a quienes menos cotizan al sistema (generando los conocidos problemas de “selección adversa” e “infidelidad” al sistema pensional).

Ayala y Helmsdorff (1996) dejan entrever que, a pesar de que la Ley 100 de 1993 se aleja bastante del proyecto original, las ganancias netas de la reforma pensional desde el punto de vista fiscal y de bienestar son altamente favorables. En este sentido, las ganancias sociales de largo plazo (de carácter estructural) resultantes de implantar cuanto antes las diferentes facetas de la Ley 100 de 1993 no pueden soslayarse (máxime si se incluyen las del área de la salud pública y privada, desarrolladas también en dicha ley). Así, “las preferencias reveladas” de la administración Gaviria respecto del marco “doblemente-dual” de la Ley 100 de 1993 son de apoyo decisivo, no sólo por haber sancionado finalmente dicha ley, sino porque sus voceros han manifestado con posterioridad que lo que más les preocuparía es que no se adopten rápidamente las tareas allí establecidas.

Visión de la administración actual

El segundo estudio que cabe destacar en el marco evaluativo de la reforma pensional proviene del actual ministro de Hacienda y Crédito Público. José Antonio Ocampo (1996) no sólo participó activamente en la elaboración del proyecto de ley 155 de 1992 y en sus

debates, sino que más recientemente, al configurar el plan de desarrollo de la actual administración, tuvo que engranar financiera e institucionalmente la puesta en marcha de la Ley 100 de 1993. Esta tarea se hizo aún más exigente al tenerse que realizar en un marco institucional de aceleración del proceso de descentralización política y fiscal, por mandato de la Constitución de 1991, el cual se desarrolló a través de la Ley 60 de 1993.

Ocampo (1996, p. 5) también expresa su parte de satisfacción con el régimen “doblemente-dual” adoptado y señala que éste tiene las virtudes de minimizar el impacto sobre el déficit fiscal de caja en el corto plazo, contener el crecimiento de la deuda pensional en el largo plazo, impulsar la generación de ahorro y desarrollar el mercado de capitales; en consecuencia, hace un llamado para acelerar la instrumentación en el cálculo de los pasivos pensionales acumulados, para así proceder a la emisión de los bonos pensionales, y enfatiza el desarrollo del marco regulatorio en materia de manejo de las reservas pensionales públicas y privadas.

Visión de la Comisión de Racionalización del Gasto Público

Por último, aparece el estudio de la Comisión de Racionalización del Gasto Público (1996b), que tiene muchos puntos de vista coincidentes con los dos anteriores, lo cual resulta altamente satisfactorio para el propósito de lograr una unificación de criterios, pues ya no corresponde a la visión de ninguna administración en particular, sino al análisis independiente de experimentados exministros y exfuncionarios públicos, vinculados hoy al sector privado (con conocimientos directos e indirectos sobre los sectores de pensiones y salud). La evaluación del régimen pensional de la Comisión tiene un carácter estructural y, por consiguiente, su principal preocupación se centra no tanto en las tareas de consolidación en el marco de la Ley 100 de 1993, sino en preguntarse si el sistema allí

adoptado es o no viable desde el punto de vista financiero e institucional.

La Comisión (1996b) concluye que el sistema adoptado exige realizar grandes ahorros fiscales para enfrentar la llamada fase de transición (del orden de 1,5% del PIB por año), donde se manifiestan claramente los efectos de honrar las deudas pensionales pasadas que se encontraban latentes. También hace un llamado para que se establezca la magnitud de los faltantes adicionales que podrá generar el nuevo régimen de prima media. Esto sencillamente porque, a pesar de que se duplicó casi de inmediato la cotización, alcanzando el 13,5-14,5% respecto del salario base, y se logró que pasaran a cotizar el grueso de los empleados públicos, que antes no lo hacían, el sistema de beneficios podría resultar exagerado si se analiza, por ejemplo, el número de años que efectivamente se espera que coticen los colombianos (más o menos 20-25 años de un promedio de vida laboral de 40 años). Algo similar puede ocurrir cuando se considera el monto del subsidio implícito en la garantía de la pensión mínima, la que implícitamente está indexada respecto del valor del salario mínimo.

En efecto, la alta informalidad del sistema laboral colombiano y su elevada rotación dan como resultado una discrepancia del orden del 50% entre el tiempo efectivo de cotización (que como mínimo debe ser de 20 años para acceder a la pensión) y el tiempo que se permanece en el mercado laboral (probablemente de 40 años). Así, para 20 años de cotización y con la edad requerida (57/62 años mujer/hombre) la Ley 100 de 1993 dio acceso a una pensión equivalente al 65% del promedio del salario real de la última década laboral, frente al 75% que otorgaba el régimen antiguo.

No obstante, a pesar de la corrección de diez puntos a la baja en la tasa de pensión (o de "reemplazo") y de haber elevado la edad míni-

ma de jubilación en dos años, la nueva relación cotizaciones/beneficios puede implicar un faltante fiscal equivalente a algo más de dos veces el valor presente neto de las sumas aportadas por cada trabajador (suponiendo que el ISS logra invertir estas reservas pensionales a tasas del 5% real anual y que existe una tasa de fidelidad del 100%). Este faltante puede disminuirse, sin embargo, si la tasa de rendimiento de las reservas es superior o si, en este mismo ejemplo, el cotizante inicia su vida laboral más temprano.

Más aún, al haberse permitido la movilidad entre este sistema de prima media y el de las AFP, el Estado operará como garante de última instancia ante los afiliados de las AFP que observen que el rendimiento financiero no reporta beneficios pensionales como los aquí señalados, lo cual tenderá a ocurrir a tasas inferiores al 5% real anual.

Como bien lo señala la Comisión (1996b), este faltante puede agravarse cuando se tiene en cuenta que cerca del 60% de los cotizantes (entre ellos los de las AFP) lo hacen sobre una base salarial que a duras penas bordea el salario mínimo, pues en este caso el Estado debe estar preparado fiscalmente para subsidiar las sumas requeridas para completar al menos el 100% del salario mínimo. En estas circunstancias, se gesta de facto una tasa de "reemplazo" ya no del 65%, como estaba pensado, sino del 100% para el grueso de los afiliados al sistema. Como esta garantía de la pensión mínima al 100% del salario mínimo ya existía en el régimen anterior, lo que se observa es que en la práctica el desbalance fiscal probablemente no fue corregido por la Ley 100 de 1993 en el 60% de los casos.

Así, es bastante probable que sólo en un escenario de rendimientos reales superiores al 9% anual para las reservas del sistema de prima media y/o un promedio de cotización efectiva superior a 30-35 años, con el nuevo régimen de prima media se pueda evitar un desbalance

fiscal del 3% del PIB por año en la primera década del próximo siglo. Dado que en condiciones normales existe una baja probabilidad de ocurrencia de estos dos eventos (altos rendimientos financieros y/o superación del problema estructural de “infidelidad pensional”), la Comisión ha recomendado estudiar la mejor forma de corregir este potencial problema de desbalance fiscal. Una forma de hacerlo directamente, es decir, en la fuente del problema, es reduciendo el actual esquema de beneficios y limitando la garantía y movilidad entre sistemas (combinando mayores años de cotización con menores tasas de remplazo, inclusive para el caso de la pensión mínima, de tal manera que se premie la mayor fidelidad al sistema con una mejor pensión)¹.

Inconsistencia macroeconómica

A pesar de que los estudios de Ayala y Helmsdorff (1996) y también el del ministro Ocampo (1996) reconocen explícitamente que el nuevo sistema adoptado todavía presenta fallas estructurales que agravarán las finanzas públicas en los años venideros, así mismo consideran que debe dárseles prioridad a las tareas de consolidación del sistema de la Ley 100 de 1993. Los autores señalan que no es el momento para emprender reformas en este frente, probablemente porque temen que en una nueva negociación con el actual Congreso la situación empeore, a juzgar por las repetidas objeciones que ha presentado el ejecutivo a iniciativas parlamentarias que buscan incrementar el monto de las pensiones, en vez de moderarlas. En este sentido los guardianes de la reforma pensional de la administración pasada y el actual ministro de Hacienda actúan con prudencia, guiados por la experiencia negociadora de sus cargos.

1. El Banco de la República también ha formulado recomendaciones parecidas (1996), por ejemplo, al señalar que la edad de pensión debería incrementarse de 62 a 65 años para el caso de los hombres en el nuevo régimen pensional, o sea un incremento de cinco años respecto del régimen anterior. Como veremos más adelante, esta medida por sí sola no tiende a solucionar el grueso del faltante pensional que proviene de la alta infidelidad al sistema y de la garantía de la pensión mínima atada al 100% del salario mínimo.

Sin embargo, hay una gran inconsistencia macroeconómica cuando se reconoce que hoy existe un desbalance pensional, del orden del 1% del PIB, y que éste se irá incrementando hasta alcanzar cerca del 3% del PIB por año en las próximas décadas (pudiendo acumular deudas por casi el 30% del PIB), pero no se consolidan políticas de gasto público que conduzcan a generar el ahorro público necesario para enfrentar los desbalances presentes y futuros.

La posición del ministro de Hacienda sería irrefutable si se encontrara evidencia que llevara a concluir que no hay afán en reformar la Ley 100 de 1993 porque:

1. El mayor desbalance fiscal generado por el sistema pensional sólo se presentará de manera grave en el futuro;
2. Se están adoptando políticas que reportan un creciente ahorro público.

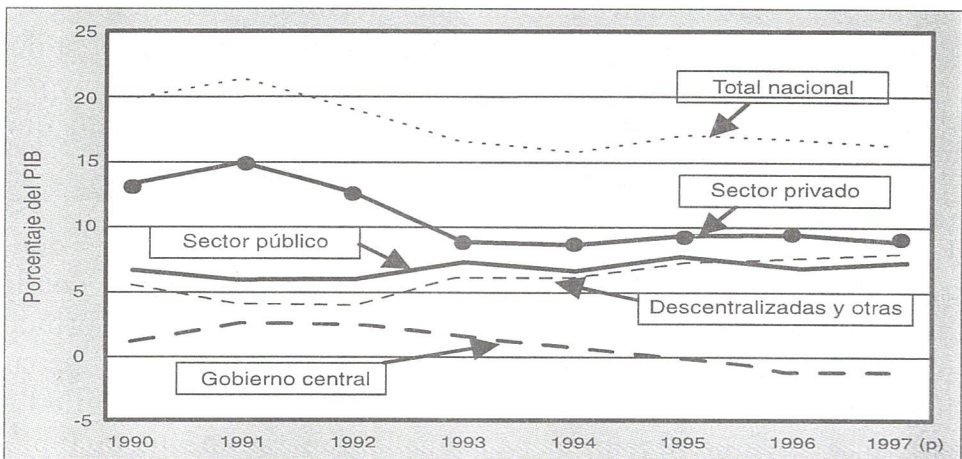
Sobre el primer punto existen resultados controvertibles, pues en determinados escenarios (no optimistas, pero sí factibles) el balance operacional del ISS podría dejar de ser superavitario en 1998. Si adicionalmente se considera el preocupante resultado al cual puede conducir la consolidación final de la deuda pensional territorial, entonces se tiene que el desbalance pensional no es una cuestión que deba enfrentarse en el próximo siglo, sino que requerirá correctivos inmediatos.

El segundo punto definitivamente es el más grave, bien si se mira el ahorro corriente del gobierno central, que se ha vuelto negativo desde 1995, o bien la trayectoria del llamado "superávit primario" público (resultante de descontar, del déficit consolidado del sector público, el monto de los intereses). En efecto, en el gráfico 1 se puede observar que mientras el ahorro corriente del gobierno central

alcanzaba valores del 2% del PIB a principios de esta década, en 1996 se presentará un desahorro del 1% del PIB, indicando la necesidad de recurrir al endeudamiento para cubrir simples gastos de funcionamiento, como lo ha enfatizado la Comisión (1996a) y lo había alertado el propio Ministerio de Hacienda (1995, p. 36).

A este respecto cabe recordar que, en general, la teoría económica justifica el endeudamiento sólo para proyectos de inversión que en razón de su alta rentabilidad permitirán pagar con relativa facilidad los intereses y el principal de dicho endeudamiento. En este sentido el reclamo reciente que hace el ministro de Hacienda (Ocampo, 1996, p. 16) para que se le dé prioridad (aunque no necesariamente exclusividad) en el uso de los superávits transitorios del ISS, debido a su calidad de garante de última instancia, resulta algo paradójico, pues el gobierno central los ha venido utilizando también para el pago de gastos de funcionamiento. Inclusive faltaría por realizar un

Gráfico 1
Ahorro nacional bruto
[A = (X-M) + I]



Fuente: Minhacienda y cálculos de S. Clavijo.

cuidadoso análisis de la rentabilidad implícita en algunos de los proyectos de inversión para poder comprobar si su rentabilidad social es tal que permitirá repagarlos de manera adecuada, aunque es claro que primero tendrían que ponerse de acuerdo los economistas sobre la fijación de los precios sombra adecuados (siendo muy probable que de las dos grandes vertientes de pensamiento existentes en el país surjan al menos tres posiciones irreconciliables sobre este tema).

De acuerdo con ejercicios preliminares realizados con base en el presupuesto de 1997, puede deducirse que este problema de desahorro corriente también se repetirá en este año, con serias implicaciones sobre el servicio de la deuda pública. Entretanto, el ahorro del sector privado muestra una preocupante caída de niveles del 14-15% del PIB a sólo 8-9% en el período 1990-1996 (ver gráfico 1), una de cuyas causas radica en la mayor carga tributaria resultante de llevar a cabo tres reformas tributarias, a través de las cuales se le ha extraído a dicho sector el equivalente a tres puntos del PIB (o sea una quinta parte de su ahorro total). Dado que el agregado del gasto público se ha incrementado en cerca de seis puntos del PIB en el mismo período, el resultado es de una caída del orden de 3-4 puntos del PIB en el ahorro nacional bruto, el cual se sitúa hoy en cerca del 17% del PIB frente al 21% de principios de la década, o sea muy por debajo del 25% del PIB que cabría esperar para una economía que busca crecer a niveles sostenidos del 6% real por año.

En el cuadro 1 se puede constatar que el superávit primario (=déficit consolidado antes de privatizaciones + intereses de la deuda pública) se ha ido reduciendo de niveles de 3-4% del PIB a principios de esta década a niveles de sólo 2% en 1995, y tal vez apenas llegará al 1,8% en 1996. Cabe recordar que precisamente Chile logró sacar adelante su reforma pensional al generar un superávit primario sostenido del orden de 4-5% del PIB por año. Inclusive se

espera que en ese país el ahorro primario alcance nuevamente niveles del 4,5% del PIB, a pesar de la caída en los precios del cobre. En este sentido cabe afirmar que la política macroeconómica colombiana no es consistente cuando, por una parte, viene reduciéndose el ahorro primario de manera verdaderamente preocupante y, por otra, se afirma que no hay urgencia de reformar la Ley 100 de 1993, pese al desbalance financiero por todos reconocido.

En síntesis, si se cree que el país no atraviesa por el mejor momento para impulsar una segunda oleada de reformas en el tema pensional, entonces se requiere efectuar la otra tarea, que también necesita decisión política, cual es incrementar el ahorro público primario a niveles del 4-5% del PIB para el consolidado público (antes de considerar las privatizaciones). Obviamente esto no se puede realizar a costa de mayores impuestos para el sector privado, pues se repetiría la peligrosa historia del período 1990-1996, cuando no sólo hubo

Cuadro 1
Déficit (-) sector público consolidado:
excluyendo intereses de la deuda y privatizaciones
(Déficit público primario)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996(p)
	(Como porcentaje del PIB)						
Déficit (-) público consolidado	-0,67	-0,35	-0,76	-0,82	-0,52	-1,28	-2,26
I. Sector públ. no finan. (SPNF)	-0,58	0,45	-0,26	-0,18	-0,18	-1,60	-2,68
II. Cuasifiscal	-0,09	-0,80	-0,50	-0,64	-0,35	0,32	0,42
III. Intereses deuda pública	3,90	4,22	3,80	3,26	3,24	3,22	4,11
Externos	2,72	2,60	2,32	1,65	1,40	1,17	1,34
Internos	1,18	1,62	1,48	1,61	1,84	2,05	2,77
Superávit (+) Primario (I+III)	3,23	3,88	3,04	2,44	2,71	1,94	1,85
Nota:							
Privatizaciones	0,01	0,01	0,30	0,05	2,20	0,29	0,51
Déficit SPNF con privatización	-0,57	0,46	0,04	-0,14	2,03	-1,31	-2,17

Fuente: Ministerio de Hacienda, DNP, Banco de la República y cálculos de S. Clavijo.

un cambio de composición en el ahorro, sino que se resintió el proceso de ahorro/inversión de ambos sectores, precisamente por la inflexibilidad de los gastos de funcionamiento del sector público.

Análisis comparado del régimen pensional colombiano

En esta sección se analizan las principales características del nuevo régimen pensional colombiano en materia de cobertura, apalancamiento y beneficios pensionales, comparándolo no sólo con la situación anterior a la reforma, sino con la vigente en América Latina y en países de la Oede. Posteriormente se extiende este análisis al sistema de contribuciones y a su impacto en las cargas sobre la nómina.

Cobertura, apalancamiento y beneficios pensionales

La cobertura de un sistema pensional se puede definir en dos acepciones: la relacionada con los afiliados, por lo general calculada como la relación cotizantes/población económicamente activa, y con los pensionados, entendida como la relación pensionados/población mayor de 60 años. En el cuadro 2 se ilustra cómo la cobertura en Colombia con relación a los afiliados era tan sólo del 29,6% hacia finales de la década. Con posterioridad a la reforma se ha estimado que la mayor afiliación ha permitido incrementar en cerca de cuatro puntos la cobertura, alcanzando hoy cerca del 34%, pero todavía por debajo del 38% que se ha estimado para América Latina, del 63% registrado en Chile o del 94% observado en la Oede.

Aunque tradicionalmente se ha afirmado que este problema de baja afiliación en Colombia tiene raíces en la alta informalidad del mercado laboral y su elevada rotación, parece que en su base también descansan problemas de evasión y elusión inducidos por los

Cuadro 2
Comparación de cobertura, apalancamiento y beneficios pensionales

	Colombia		Chile		América Latina	Ocde
	Prerreforma (finales de los ochenta)	Posreforma (mediados de los noventa)	Prerreforma (finales de los setenta)	Posreforma (principios de los noventa)	(Principios de los noventa)	(Principios de los noventa)
Cobertura (%)						
Afiliación*	29,6	34,2	62,0	63,0	38,3	93,9
Pensional**	24,6	26,0	nd	nd	30,8	84,1
Apalancamiento (veces)						
(Contribuyentes/Pensionados)	7,9	9,0	2,0	2,5	4,8	2,6
Condiciones de jubilación						
Hombres (años)	55-60	62,0	65,0	65,0	60,8	64,4
Mujeres (años)	50-55	60,0	60,0	60,0	58,7	62,9
Hombres/mujeres (aportes mínimos) (años)	10-20	20,0	nd	20,0	13,9	18,3
Esperanza de vida al nacer (años)	68	69,0	66,0	72,0	68,0	75,0
Difer. (esperanza vida-jubilación) (años)	8	7,0	1,0	7,0	*7,2	10,6
Monto de la pensión						
Mínima (% del sal. mín.)	100,0	100,0	nd	75,0	nd	nd
(En US\$ x mes, 1996)	132,1	132,1	nd	108,0	nd	nd
Promedio (% del salario mínimo)	135,0	120 o s./Aportes	nd	Según aportes	nd	nd
(% del salario promedio reciente)	45-90	65-85 o s./Aporte	nd	Según aportes	69,0	nd

* Contribuyentes/Fuerza laboral.

** Pensionados/Población mayor de 60 años.

Fuente: Diamond & Valdés-Prieto (1994), Schmidt-Hebbel (1995) y cálculos de S. Clavijo.

empleadores que buscan aliviar su capital de trabajo. Dicho en otras palabras, la baja afiliación al sistema pensional colombiano proviene no sólo de enfrentarse a una oferta laboral volátil, sino de que en el lado de la demanda existen impedimentos relacionados con las altas cargas sobre la nómina.

En análisis de corte transversal, se ha estimado que Colombia debería tener como mínimo una afiliación equivalente al 43% de su fuerza laboral; luego el desfase, aun después de la reforma pensional, alcanza la preocupante cifra de casi diez puntos (afectando a más de millón y medio de hogares y cerca de cinco millones de colombianos). Más aún, aunque la reforma laboral de la Ley 50 de 1990 tiene elementos que facilitan la flexibilización de la contratación formal, y por lo tanto deberían ayudar a incrementar la afiliación, en algunos estudios recientes (Farné y Nupia, 1996) se indica que la alta rotación laboral estaría agravando la permanencia en el sistema de contratación formal. Hay que profundizar en este tema por su gravísima incidencia sobre el bienestar social, en particular el relacionado con las pensiones.

El apalancamiento de un sistema pensional puede definirse como la relación contribuyentes/pensionados. En el mismo cuadro 2 se ilustra que en Colombia esta relación era de casi ocho contribuyentes por cada pensionado antes de la reforma, indicando que se trataba de un régimen pensional joven (de hecho iniciado de manera formal tan sólo en 1967), mientras que en la actualidad se ha incrementado a cerca de nueve contribuyentes por pensionado, gracias a la mayor afiliación. Este indicador por sí solo no dice mayor cosa sobre la viabilidad de un esquema de prima media, pues en los casos de regímenes pensionales maduros, como el de la Oede –en el que se observan relaciones de 2,6–, su balance financiero en últimas depende de la relación cotizaciones/beneficios pensionales.

Sin embargo, lo que resulta claro es que el equilibrio financiero de un régimen de prima media descansa sobre la misma trayectoria de este apalancamiento, que es función de la estructura de edades. Alteraciones imprevistas en la estructura de edades pueden conducir al colapso de un régimen de prima media que en otra estructura de edades habría resultado viable para la misma relación contribuciones/beneficios². En buena parte la dificultad de diseñar *ex ante* un régimen de reparto simple consiste precisamente en averiguar el equilibrio de la relación contribuciones/beneficios respecto de la trayectoria contribuyentes/pensionados, para un nivel esperado de rendimientos financieros de las contribuciones³. He aquí la importancia de monitorear de manera permanente lo que ocurre en estos frentes, porque a diferencia de un sistema de capitalización individual, que por definición está siempre en equilibrio financiero, en los de reparto simple el equilibrio es cambiante en función de su apalancamiento.

En referencia al tema de los beneficios pensionales, en el cuadro 2 también se ilustra cómo en el régimen anterior se tenían edades tempranas de jubilación que fluctuaban entre 50-55 años para las mujeres y entre 55-60 años para los hombres, con posibilidades de aportes de sólo diez años en algunos casos. Con una esperanza de vida al nacer de 68 años hacia finales de la década pasada, se tenía

-
2. *Inclusive el destacado y controvertido economista R. Eisner viene argumentando la necesidad de incrementar en cerca de 2,2% los impuestos sobre la nómina o, aun mejor, destinar el equivalente a esa suma a generar transferencias directas del gobierno central a favor del sistema de seguridad social. Independientemente de la fórmula que se adopte, lo que es claro es que el sistema de seguridad pensional público en los Estados Unidos también enfrenta un problema de insolvencia hacia el año 2015, pero de magnitudes aparentemente manejables desde el punto de vista fiscal. Véase "What Social Security Crisis?", Wall Street Journal, septiembre 24 de 1996.*
 3. *La condición de equilibrio para un sistema de reparto simple se puede expresar como: (tasa contribución/salario base) = (t* salario promedio)* (beneficiarios/contribuyentes); donde t corresponde a la llamada tasa de remplazo. En esta versión simplificada, donde se omite el rendimiento financiero, puede demostrarse que si las bases salariales son iguales en los casos de la contribución y la pensión, entonces el término de apalancamiento determina todo el equilibrio del sistema. Por ejemplo, si t = 50% y la contribución es del 20%, entonces el sistema reporta utilidades del 72% sobre sus ingresos para un apalancamiento de nueve contribuyentes por cada pensionado, pero a duras penas estará en equilibrio para un apalancamiento de 2,5 y definitivamente entrará en un déficit del 67% respecto de los ingresos para un apalancamiento de sólo 1,5 contribuyentes por pensionado.*
-

una diferencia de cerca de ocho años respecto del tiempo mínimo requerido para acceder a la pensión (aunque en realidad el tiempo de disfrute de la pensión era en promedio de unos 19 años, al tener en cuenta la esperanza de vida al momento de acceder a la pensión y la de sus familiares con derechos pensionales). Cabe contrastar este resultado, por ejemplo, con la situación que se tenía en Chile antes de la reforma de principios de los ochenta, cuando dicha diferencia era tan sólo de un año, ya que la edad de jubilación era de 65 y la esperanza de vida al nacer de 66 años. El resultado neto para el caso colombiano ha tendido a homologarse con el de Chile con posterioridad a la reforma, pues la diferencia es ahora de siete años en cada país, a pesar de que la edad de jubilación en Colombia es de 62 años (hombres) frente a los 65 años del caso chileno, pero la esperanza de vida al nacer es superior en tres años en este último caso.

En síntesis, argumentar que debe incrementarse la edad de jubilación en Colombia, sin reparar en toda otra serie de factores, resulta algo simplista. La diferencia promedio entre la edad de jubilación y la esperanza de vida en América Latina es actualmente de unos 7,2 años, muy similar a la de Colombia y Chile, relación que arroja un tiempo efectivo de disfrute de la pensión de unos 20 años, incluyendo los beneficiarios. Esta diferencia (edad jubilación-esperanza de vida) en Colombia, Chile y América Latina es inferior a la observada en los países de la Oede, donde se alcanzan actualmente los 10,6 años (con tasas de disfrute que en algunos casos bordean los 24 y 26 años, como en Francia e Italia). Ahora bien, en la medida en que Colombia continúe mejorando su esperanza de vida (al nacer), a ritmos tan satisfactorios como el de la última década, cuando lo incrementó en casi cuatro años, entonces sí cabe pensar en elevar la edad de jubilación a 60/65 (mujeres/hombres), tal como tiende a ser la norma en los países que van alcanzando un estadio intermedio de desarrollo.

Además de las condiciones de edad para acceder a la jubilación, el monto mismo de la pensión cumple un papel fundamental en el equilibrio del sistema de prima media. Sólo para ilustrar la magnitud del problema, en el cuadro 2 se puede observar que mientras la garantía de la pensión mínima en Colombia alcanza el 100% del salario mínimo, en Chile dicha garantía estatal es del 75% del salario mínimo.

Este hecho resulta en la siguiente paradoja. Colombia es un país con un ingreso per cápita de US\$2.200 anuales por habitante y un crecimiento real promedio de 4,5% anual en la última década, el cual aspira a garantizar una pensión mínima equivalente hoy a US\$132 mensuales, aun sin haber realizado ahorros fiscales primarios significativos. Chile, en cambio, presenta un ingreso per cápita de US\$4.000 anuales (prácticamente el doble que el colombiano, a tasas de cambio de “paridad del poder adquisitivo”) y un crecimiento promedio de 7,9% en la última década. Sin embargo, en Chile sólo se garantiza una pensión equivalente a US\$110 mensuales, a pesar de que actualmente el Estado cuenta con apoyos fiscales primarios que representan un ahorro anual del orden de 4-5% del PIB⁴. ¿Será que los chilenos no quieren distribuir más extensamente su riqueza o que, por el contrario, los colombianos no han realizado las cuantificaciones necesarias para percatarse de que no será posible honrar estas promesas, a menos que algo radicalmente diferente ocurra en los años venideros (como, por ejemplo, un mayor ahorro público y/o un cambio en los incentivos de ahorro implícitos en la Ley 100 de 1993)?

Inclusive desde el punto de vista de equidad cabe preguntarse cuál de las siguientes opciones resulta más conveniente: a) impulsar el

4. *Mayores detalles sobre la evolución de la economía chilena y sus ventajas relativas frente a la colombiana pueden consultarse en Clavijo (1995).*

esquema vigente que intenta garantizar en Colombia una pensión mínima que supera a la chilena en casi un 20%, a costa de que su cobertura de afiliación sea sólo del 35-40% de la población trabajadora, en el mejor de los casos; o b) alterar las reglas vigentes de tal manera que se reduzca el monto de la garantía de la pensión mínima con el propósito de que este beneficio se pueda extender ya no simplemente a un tercio de la población trabajadora, sino al menos a dos tercios de ella, tal como ocurre hoy día en Chile. Para Colombia la opción b) es la más favorable, de tal manera que los beneficios, aunque menores, se extiendan a una mayor parte de la población.

En el caso del monto promedio de la pensión ocurre algo similar, pues la llamada tasa de remplazo implícita en el sistema de prima media continúa generando desbalances, a pesar de haberse reducido de un rango del 45-90% del salario reciente a uno de 65-85%. Para tasas de rendimiento de las reservas pensionales inferiores al 6% real por año, las tasas de remplazo vigentes en el sistema de prima media continúan siendo más favorables que las que arroja un sistema de equilibrio financiero. Así que también en este caso cabe recomendar reformas que apunten en la dirección de la opción b) antes señalada.

Cargas sobre la nómina y tasas de contribución pensional

Las llamadas “cargas sobre la nómina” pueden separarse conceptualmente en tres tipos: a) las que toman la forma de un “impuesto de destinación específica”, como puede ser el caso del cobro del 3% correspondiente al ICBF; b) las correspondientes a contribuciones “parafiscales” (según la definición de la nueva Constitución), como sería el caso del 4% destinado a las cajas de compensación y el 2% destinado al Sena; y c) lo que podría denominarse “copagos”, realizados por la empresa en las áreas de pensiones y cesantías, salud y riesgo profesional.

Como ya se mencionó, el nuevo régimen elevó la tasa de contribución pensional de 6,5 a 13,5% sobre el salario base, o a 14,5% si se incluye el aporte de solidaridad proveniente de los asalariados que devengan entre 4-20 salarios mínimos. En el cuadro 3 se observa que este incremento de 7-8 puntos porcentuales en pensiones, aunado al incremento promedio de dos puntos en las contribuciones relacionadas con la salud, ha implicado que el total de cargas sobre la nómina se haya elevado en unos diez puntos, al pasar de 36% a cerca de 46% sobre el valor de la nómina (incluyendo los aportes al Sena, ICBF y cofamiliares). La Ley 100 de 1993 también elevó la carga relativa de los “copagos” pensionales que deben realizar las empresas, al pasarlos del 66 al 75% del total. Como resultado de estos cambios, la carga específica sobre los empleadores se elevó en 6,5 puntos porcentuales, de 30,7 a 37,2%, mientras que la de los empleados se incrementó en 3,5% (incluyendo la solidaridad), pasando de 5,6 a 9,1%.

Las comparaciones internacionales nos indican que en este tema la reforma pensional de la Ley 100 de 1993 se movió en el sentido equivocado al elevar los gravámenes sobre la generación del empleo formal, en vez de disminuirlos. En efecto, en el cuadro 4 se señala que la reforma de principios de los años ochenta en Chile no sólo redujo las cargas sobre la nómina del rango de 51-59% a sólo 21,9% (14% para pensiones, 7% para salud y casi un 1% para seguros de desempleo doméstico), sino que eliminó totalmente las cargas para las empresas en materia pensional, dejando que el propio trabajador atendiera directamente su cuenta de ahorro individual (obligatoria). Algo similar ocurrió con los aportes a la salud, pues en general los empresarios sólo se ocupan de realizar aportes inferiores al 1% para determinados casos con el fin de cubrir seguros contra el desempleo.

Una vez más, aunque se podrá argumentar que en Colombia estas cargas sobre la nómina han sido tradicionalmente elevadas y que ellas se conocen y descuentan en el proceso de contratación labo-

Cuadro 3
Distribución de las cargas sobre
la nómina en Colombia

	Prerreforma (Finales de los ochenta)	Posreforma* (Mediados de los noventa)	Diferencia Pos-pre
Total tasas de contribución (%)	36,30	46,30	1,00
Pensional	6,50	14,50	8,00
Salud	10,00	12,00	2,00
Seguro desempleo (cesantía)	8,30	8,30	0,00
Seguro accidentes	2,50	2,50	0,00
Entrenamiento (Sena)	2,00	2,00	0,00
Subsidio familiar	4,00	4,00	0,00
Bienestar familiar (ICBF)	3,00	3,00	0,00
A cargo del empleador	30,7	37,2	6,50
Pensional	4,29	10,13	5,84
Salud	6,60	7,26	0,66
Seguro desempleo (cesantía)	8,30	8,30	0,00
Seguro accidentes	2,50	2,50	0,00
Entrenamiento (Sena)	2,00	2,00	0,00
Subsidio familiar	4,00	4,00	0,00
Bienestar familiar (ICBF)	3,00	3,00	0,00
A cargo del empleado	5,61	9,12	3,51
Pensional	2,21	4,38	2,17
Salud	3,40	4,74	1,34

* En pensiones, los sueldos entre 4-20 salarios mínimos asumen un 1% de solidaridad y en salud todos los sueldos hasta 20 salarios mínimos.

Fuente: Ministerio de Trabajo y cálculos de S. Clavijo.

ral, resulta muy difícil aceptar que un incremento de casi diez puntos en las cargas sobre la nómina no está generando desaliento en el empleo formal. Más aún, con base en un interesante estudio que elaboró para la Misión de Empleo el hoy ministro de Hacienda (Ocampo, 1987), se ha estimado que el alivio correspondiente al desmonte de la retroactividad sobre retiros parciales de las cesantías, producto de la Ley 50/90, puede haberse visto erosionado casi

Cuadro 4
Comparación de las tasas de contribución en la seguridad social

	Colombia		Prerreforma (Finales de los setenta)	Chile		América Latina	Ocde
	Prerreforma (Finales de los ochenta)	Posreforma (Mediados de los noventa)		Posreforma (Principios de los noventa)	(Principios de los noventa)	(Principios de los noventa)	
Tasas de contribución (%)	26,3-38,3	39,8-46,3	51-59	21,9	nd	nd	
Pensional	0-6,5	13,5-14,5	a 22,9-24,9	14,0	d	16,5	
Salud	8-12	8-12	b 28,1-34,1	7,0	d		
Seguros desempleo y accidente	9,3-10,8	9,3-10,8	c	0,9	c		
Entrenamiento (Sena)	2,0	2	c				
Subsidio familiar	4,0	4	c				
Bienestar familiar (ICBF)	3,0	3	c				
Memo: Límite gravable (US\$ mes)	nd	3.000	nd	1.500			

- a. Empleador asume el 75% (frente al 66% anterior)
- b. Empleador mantuvo el 66% de la obligación
- c. 100% empleador
- d. 100% empleado

Fuente: Diamond & Valdés-Prieto (1994), Schmidt-Hebbel (1995) y cálculos de S. Clavijo.

totalmente por cuenta de este incremento de casi diez puntos en las cargas sobre la nómina, como resultado de lo aprobado en la Ley 100 de 1993⁵.

En la medida en que las cargas sobre la nómina representen un costo adicional para las empresas, es claro que la demanda de trabajo terminará por contraerse por efecto del mayor costo asociado al insumo trabajo. La producción y el crecimiento agregado serían menores y estaríamos en un escenario asimilable al de la imposición de un gravamen adicional sobre el empleo formal, cuyo lastre productivo terminará siendo apropiado por las empresas productivas de otros países que no enfrentan este tipo de impuestos.

En síntesis, mientras la Ley 50 de 1990 representó un avance hacia un esquema laboral más flexible, la Ley 100 de 1993 retrocedió en este aspecto al incrementar las cargas sobre la nómina. El sistema vigente en Colombia puede inducir a un incremento de la evasión o elusión del mercado laboral formal o, en el caso menos grave, a impedir que los trabajadores tomen conciencia de los subsidios implícitos que otorgan los empresarios al fijar una base salarial más baja a sabiendas de que, en la práctica, el beneficio salarial reporta un multiplicador de casi dos veces sobre ese salario básico, al contemplarse los copagos y otra serie de beneficios salariales legales y extralegales.

En razón de estos factores, existe una corriente de la opinión pública que viene impulsando la eliminación de algunas de estas responsabilidades a cargo de las empresas. Por ejemplo, recientemente el ministro de Hacienda intentó redireccionar una porción de los re-

5. En efecto, la cota superior de beneficio empresarial proveniente del desmonte de la retroactividad de la cesantía sobre montos ya retirados, según lo señalado por la Ley 50 de 1990, pudo llegar a representar un 12% del sueldo base para aquellas empresas formales cuyos trabajadores tenían una antigüedad promedio de cinco años y donde se realizaban retiros parciales de cesantía por el equivalente al 55% del total generado.

cursos parafiscales correspondiente al 4%, destinado a las cofamiliares, y manifestó su deseo de profundizar el sistema híbrido con que viene operando el Sena, a través del cual parte de esos recursos se destina directamente a programas empresariales.

La Comisión (1996b) ha ido más lejos al proponer que se elimine la contribución de las cofamiliares por considerar que existe una duplicación en el propósito de la misma, al menos en su importante componente destinado a la salud. También viene haciendo curso la idea de que se requiere vincular directamente al presupuesto de la nación los recursos destinados al ICBF, por un monto cercano a los \$420.000 millones, pues de no ser por su carácter de gasto social tendrían un claro tinte inconstitucional, al configurar un impuesto de destinación específica.

Aunque el modelo chileno ha sido un régimen más transparente desde el punto de vista empresarial, queda por evaluar el hecho de que las contingencias descansan totalmente sobre el empleado, lo cual puede generar inconvenientes, en particular cuando se enfrentan altas tasas de desempleo. Esto puede llegar a tener efectos sociales indeseables en ausencia de un verdadero seguro contra el desempleo.

Como se sabe, en Colombia el actual esquema de cesantías, aun después de la reforma de la Ley 50 de 1990, no cumple esta función debido a la práctica de frecuentes retiros con propósitos de complementar los gastos destinados al consumo duradero, a la educación y a las mejoras locativas. Así, al tener en cuenta que el potencial de ahorro implícito para el trabajador colombiano, según el régimen vigente, es hoy tan alto como un 22,8% del salario base (= 14,5% de pensiones + 8,3% de cesantía), no habría mayores argumentos para pensar en incrementar la tasa de contribución pensional, ante el descubrimiento de desbalances financieros estructurales, ni tampoco se encontrarían explicaciones obvias a la caída reciente en el

ahorro privado, de no ser precisamente en el componente de las empresas, por cuenta de los mayores impuestos e incremento de los copagos.

Implicaciones fiscales y financieras del sistema pensional

Posible evolución del desbalance pensional

Tal como se ha señalado en las diferentes evaluaciones del nuevo régimen pensional colombiano, la forma como el Estado enfrente la generación de ahorro público para honrar las deudas pasadas y el faltante del nuevo sistema tendrá profundas incidencias sobre el ahorro privado. En esta sección se presentarán los resultados de algunas simulaciones financieras que permiten visualizar el resultado más probable en el frente fiscal pensional.

En el cuadro 5 se ilustran algunas magnitudes del gasto público pensional para Colombia, antes y después de la reforma, y se compara con el de otras latitudes. Primero cabe señalar que en el sistema colombiano, por ser relativamente joven, como se constató mediante el índice de apalancamiento, la magnitud del gasto público pensional había sido sólo del 2,3% del PIB por año a finales de la década pasada, mientras que actualmente se sitúa en un 3,2%. Aunque el número de pensionados continúa representando sólo una cuarta parte de la población mayor de 60 años, ese incremento de cerca de un punto del PIB (US\$1.000 millones) se explica por el esfuerzo que viene haciendo el Estado por ponerse al día en el pago de sus obligaciones pensionales y de cesantías. Este gasto absorbe en la actualidad cerca del 10% del total del gasto público en Colombia.

Nótese que estas cifras son relativamente moderadas si se comparan con las que tenía Chile antes de la reforma (7,1% del PIB, o sea

Cuadro 5
Comparación del gasto público pensional

	Colombia		Chile		América Latina	Ocde
	Prerreforma (Finales de los ochenta)	Posreforma (Mediados de los noventa)	Prerreforma (Finales de los setenta)	Posreforma (Principios de los noventa)	(Principios de los noventa)	(Principios de los noventa)
Gasto pensional:						
Respecto al PIB	2,3	3,2	7,1	4,7	2,9	8,2
% del gasto público	11,1	10,5	34,1	22,7	10,1	23,1
Pasivo pensional reciente (% PIB)*	47,2	65-118	nd	80-128	nd	90-250
Deuda pública interna total (% PIB)	6,2	14,0	2,3	41,0	nd	63,0

* Incluye el pasivo pensional privado, parte del cual tiene garantía estatal.

Fuente: Diamond & Valdés-Prieto (1994), Schmidt-Hebbel (1995) y cálculos de S. Clavijo.

un 34% del gasto público) e inclusive con posterioridad a ella (4,7% del PIB, equivalente al 23% del gasto público). Son todavía más moderadas si se las compara con las que exhiben hoy los países de la Oede (8,2% del PIB, que representan el 23% del gasto público). Sin embargo, además de la baja cobertura del sistema colombiano, parte del bajo esfuerzo fiscal que hoy representa el pago pensional en Colombia tiene que ver con su joven estructura de edades, pues sólo el 6% de la población es hoy mayor de 60 años, mientras que en Chile alcanza casi el 9% y en la Oede es del orden del 18%.

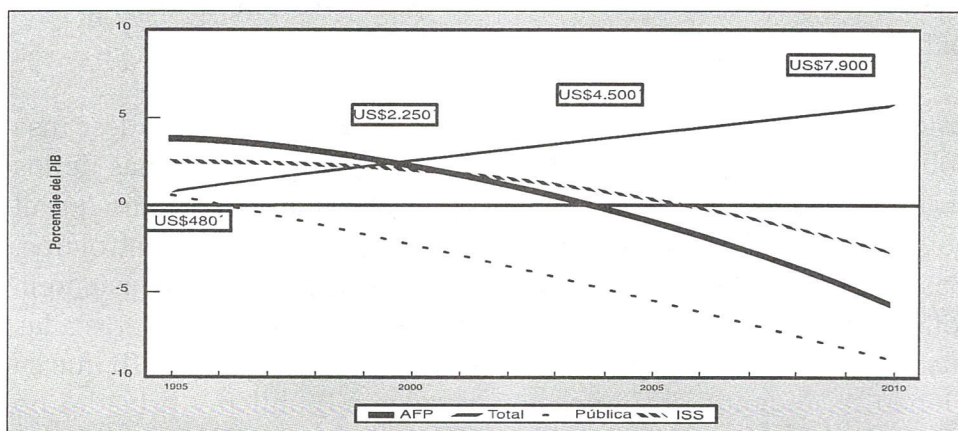
¿Qué pasará entonces cuando la población colombiana envejezca y se logre ampliar la cobertura pensional del 34 al 45% de la población? Si se tiene en cuenta que la porción de la población colombiana mayor de 60 años prácticamente se triplicará en los próximos 30 años, alcanzando el 18% del total, cabe esperar que el gasto público dedicado a pensiones tendrá que elevarse del actual 3,2% del PIB a cerca del 10% del PIB, o sea, más o menos 32% del gasto público total, si el tamaño del Estado no se ve alterado en su conjunto.

Una cuantificación más precisa surge de simular el déficit operativo del ISS, de los empleados públicos (que se encontraban por fuera del Instituto antes de 1994) y de la posible consolidación de las AFP como el sistema que probablemente escogerán las nuevas generaciones en un escenario de rendimientos financieros reales superiores al 5% real. Los detalles de este tipo de simulaciones pueden consultarse en estudios como el de Lora y Helmsdorff (1995). En esta ocasión hemos desarrollado ejercicios alternativos, cuyos resultados no difieren mayormente de los obtenidos con otra serie de modelos utilizados por el propio gobierno nacional. En el gráfico 2 se presenta el resultado de este tipo de ejercicios en términos del valor real de las reservas acumuladas (o desacumuladas, equivalente al monto del endeudamiento neto), expresadas en dólares de 1994 y en porcentaje del PIB de cada momento (suponiendo un creci-

miento sostenido de la economía del 5% real anual y una rentabilidad de dichas reservas del mismo valor).

Los resultados del escenario base que allí se presenta indican que el actual superávit operacional del ISS en su área de pensiones (del orden de 0,2% del PIB, o de 1% del PIB en términos brutos, incluyendo la cotización de 3,5% sobre el salario base correspondiente a seguros y administración) se iría desvaneciendo debido a su mayor carga pensional y a la caída relativa de su número de afiliados. Aunque es sabido que estos resultados son sensibles a los rendimientos reales de las reservas y al flujo de afiliados entre las AFP y el ISS (debido a que este último opera como garante pensional en la actual legislación), resulta bastante probable que hacia finales de esta década se registre un déficit operativo moderado, lo cual haría necesario empezar a drenar las reservas existentes del ISS (que hoy tienen un valor cercano a los US\$2.000 millones en su componente de pensiones).

Gráfico 2
Reservas pensionales acumuladas: escenario base
(Porcentaje del PIB y dólares de 1994)



Fuente: Cálculos de S. Clavijo.

En el mismo gráfico 2 se observa que probablemente hacia el año 2005, de no ocurrir una reducción de beneficios pensionales o un incremento extraordinario en el rendimiento financiero (superiores al 9% real por año), las reservas pensionales del ISS se habrían agotado, y hacia el 2010 la deuda acumulada sería más o menos equivalente al superávit de 2,3% del PIB que se tiene hoy día; es decir, que en casi una década la actual situación superavitaria del déficit se habría convertido en una deficitaria del mismo monto.

Aparte del cubrimiento financiero que tendría que hacer el Estado de dicho faltante del ISS (precisamente por tratarse de un régimen de prima media estatal), la deuda pensional contraída con los empleados del sector público habría acumulado un déficit de casi el 6% del PIB hacia el 2005 y un 9% hacia el año 2010, totalizando un valor cercano al 11% del PIB (o sea unos US\$11.000 millones). Este valor corresponde más o menos a la mitad del valor presente neto de la riqueza petrolera que, se espera, deje la explotación de los pozos de Cusiana y Cupiagua. No tendría mayor sentido que la política estatal en materia de obligaciones pensionales se erigiera sobre la base de que no hay necesidad de realizar ni ajustes en los beneficios ni mayor generación de ahorro público, bajo el supuesto de poderse recurrir al maná que representan los ingresos petroleros.

Esto constituiría una política macroeconómica errada porque descansa sobre la base de premiar el consumo y no el ahorro, además de los serios impedimentos institucionales y legales que existen para que el gobierno central pueda llegar a apropiarse de los recursos petroleros. Baste recordar que, por una parte, la Constitución de 1991 asignó la totalidad de los recursos provenientes de las regalías petroleras a las instancias territoriales y, por otra, los casi tres puntos del PIB que se vienen recaudando en impuestos petroleros (público y privado) no permiten reasignación distinta que apoyar las grandes necesidades

operativas y de inversión que ya enfrenta de manera precaria el gobierno central, donde ni siquiera se ha podido cumplir el objetivo de realizar inversiones de capital equivalentes a dicha suma.

En el mismo gráfico se observa que la trayectoria de ahorro esperada para las AFP es creciente durante dicho período, pasando de unos US\$480 millones en la actualidad, a cerca de US\$4.500 millones a mediados de la próxima década y unos US\$7.900 hacia el año 2010. Como se ha señalado en otros estudios (Lora y Helmsdorff, 1995), estos recursos del sector privado pueden inyectarse al sistema financiero para amortiguar el fenómeno de exclusión financiera que probablemente causará ese faltante fiscal acumulado de un 11% del PIB, ya que las AFP habrán acumulado entre tanto ahorros equivalentes a casi el 6% del PIB; no obstante, el sistema pensional colombiano tendrá un faltante acumulado del orden del 5% del PIB hacia el año 2010, el cual deberá cubrirlo el Estado a través de la generación de ahorro público que, como vimos, es una tarea que infortunadamente no se ha emprendido aún de manera decidida.

Pasivo pensional: “un mecano por armar”

La presión sobre las finanzas públicas podrá disminuir sensiblemente si, por una parte, se moderan los exagerados beneficios vigentes y si, por otra parte, se desarrollan de manera paralela los sistemas privados de las AFP. Incluso el ministro de Hacienda ha llamado la atención sobre la importante tarea que pueden realizar las AFP para ayudar a levantar un sistema confiable de información pensional, ya que los registros del ISS, y en general del sector público, han resultado más precarios de lo inicialmente pensado. En efecto, Ocampo (1996) señala que sólo un 20% de las entidades públicas han remitido historias pensionales y que su confiabilidad es bastante baja. El ISS, por su parte, enfrenta la difícil tarea de dilucidar el resultado pensional de más de cien millones de registros, corres-

pondientes a siete millones de historias laborales, o sea que en algún sentido el desafío del ISS consiste en superar su propio caos administrativo de carácter histórico.

No cabe duda que una de las tareas más urgentes que tiene el sector público es precisamente elaborar un sistema de información que le permita conocer el actual valor del pasivo pensional y su posible evolución. Aunque con un rezago respecto de los términos de la Ley 100 de 1993, el gobierno acaba de dar a conocer la estrategia adoptada para levantar un sistema de información pensional, el cual ha resultado más difícil de acopiar que lo inicialmente imaginado, y se han dado algunos lineamientos institucionales en el Conpes que, de llevarse a la práctica, podrían agilizar este proceso.

Esta no es una tarea fácil, pues de hecho en Chile el proceso de consolidación de la deuda y el desarrollo del marco regulatorio tardaron unos siete años (desde el momento en que se adoptó la política de ahorro público señalada en la famosa propuesta de El Ladrillo, en 1973, hasta la secuencia de leyes regulatorias del convulsionado período 1979-1981). Además, no hay que olvidar que en realidad las reformas sociales de principios de los años ochenta en Chile correspondían a una segunda oleada de reformas, respecto de las realizadas a principios de los años cincuenta. Por ejemplo, en la gran reforma de 1952 se habían tomado correctivos tan importantes como la separación del sistema pensional del sistema de salud en las principales entidades estatales, introducción del sistema de bonos de anualidades como forma sustitutiva de la pensión, incremento significativo de las tasas de cotización y elevamiento de la edad de jubilación a los 65 años para el caso de los empleados de mayores ingresos (Diamond y Valdés-Prieto, 1994).

Es entonces indudable que en Colombia aún resta mucho camino por recorrer, tanto a nivel administrativo como a nivel legislativo,

pues todavía no ha sido posible siquiera separar el sistema de salud del pensional en el ISS, sabiéndose, como lo vienen denunciando repetidamente sus propios directores, que esta mezcla produce uno de los peores focos de corrupción e ineficiencia en cualquier sistema de administración pública.

Es difícil no caer en la tentación de intentar armar este “mecano pensional del sector público” en el país, así sea sólo para tener órdenes de magnitud del esfuerzo fiscal que tendrían que hacer los colombianos si se mantienen los términos de la Ley 100 de 1993. Para obtener estimativos más precisos se requiere aguardar el resultado de *big blue* (IBM), que viene trabajando en este frente con la Oficina de Obligaciones Pensionales del Ministerio de Hacienda. Existen al menos dos grandes dificultades en la cuantificación que a continuación se presenta:

1. La primera tiene que ver con los llamados sectores especiales que fueron excluidos de la Ley 100 de 1993, como es el caso de la fuerza pública, Ecopetrol y el magisterio. La calidad de la información pensional y el estado efectivo de sus reservas es bastante precario, cuando no inexistente, especialmente en este último caso.
2. La segunda dificultad surge de la vigencia de convenciones colectivas que de hecho violan el espíritu de la Ley 100 de 1993 al derrotar sus límites mínimos para acceder a la jubilación o al incrementar los beneficios pensionales. En la mayor parte de los casos las entidades descentralizadas no han constituido los patrimonios autónomos mandados por la ley para poder responder por los desmanes de algunos sindicatos, juntas y directores que continúan desconociendo el gran problema de los pasivos pensionales.

El común denominador de estos sectores no es, como podría pensarse, el hecho de referirse a servidores públicos que en razón de

sus labores requieren condiciones especiales de jubilación (como probablemente sí era el caso de la fuerza pública antes de la Ley 4 de 1992). No, su elusión y evasión respecto de la Ley 100 de 1993 emanan de su poder para alterar puntos neurálgicos de la vida nacional. Este poder se complementa con su capacidad para mantener el mayor grado de oscurantismo acerca de la incidencia de sus pasivos pensionales sobre el desempeño de esas instituciones.

En el cuadro 6 se presenta un primer resultado de este ejercicio de aproximación al monto total del pasivo pensional en Colombia (público, incluyendo los sectores “especiales”, y privado). En la primera columna aparece la cifra más reciente del número de trabajadores activos. Se ha hecho un esfuerzo por excluir a quienes no tienen contrato a término indefinido, en el supuesto de que, en principio, no generan carga pensional. Este tipo de ajustes hace una gran diferencia, por ejemplo en el caso de la propia entidad del ISS, donde unos 12.000 empleados (un tercio del total) no figuran como parte de su planta.

Se ha calculado que al finalizar 1995 probablemente existían unos 3,8 millones de trabajadores que contaban con garantía pública de acceso a pensión de jubilación (cumplidos determinados requisitos de edad y tiempo mínimo de cotización) y 1,5 millones que tenían garantía del sector privado a través de las AFP, para un gran total de 5,3 millones de trabajadores cubiertos directa o indirectamente por algún tipo de sistema pensional. Estas cifras implican una cobertura de afiliados del orden del 34% respecto del total de la fuerza laboral, donde el ISS absorbía unos 3,2 millones (cerca del 60%), las AFP 1,5 millones (más o menos el 28%) y los restantes 600.000 correspondían a sistemas autónomos (un 11%).

Dentro de este último grupo cabe distinguir los sistemas autónomos de la fuerza pública y Ecopetrol, unos 260.000 empleados que representan casi el 5% del total, de los sistemas de pensiones compar-

Cuadro 6
Monto aproximado del pasivo pensional en Colombia
(A finales de 1995)

	Número de trabajadores			Valor del pasivo pensional		
	Activos	Pensionados y retirados	Total	(Millones US\$ corrientes)	% del PIB	US\$ por trabajador
I. Con garantía sector público	3.829.270	565.500	4.394.770	67.600	86,4	15.382
A. Nivel del gobierno central	3.630.000	456.000	4.086.000	61.100	78,0	14.953
Fuerza pública	250.000	106.000	356.000	6.000	7,7	16.854
Fuerza militar	160.000	43.000	203.000	3.500	4,5	17.241
Policía y seguridad	90.000	63.000	153.000	2.500	3,2	16.340
Magisterio	180.000	nd	180.000	3.100*	4,0	17.222
Seguro Social (ISS)	3.200.000	350.000	3.550.000	52.000	66,4	14.648
Sector privado	3.112.000	231.000	2.343.000	34.320	43,8	14.648
Sector público	1.088.000	119.000	1.207.000	17.680	22,6	14.648
(de los cuales...) ISS	24.000	14.000	38.000	1.500	1,9	39.474
Congreso	2.800	300	3.100	nd	nd	nd
B. Nivel territorial (deptos. y mpios.)	172.000	80.000	252.000	2.500	3,2	nd
Magisterio	70.000	nd	70.000	nd	nd	nd
Entidades territoriales	102.000	80.000	182.000	2.500	3,2	13.736
C. Nivel descentralizado	27.270	29.500	56.770	4.000	5,1	nd
Ecopetrol	10.000	8.000	18.000	2.300	2,9	127.778
Telecom	8.770	13.000	21.770	1.700	2,2	78.089
Caja Agraria	8.500	8.500	17.000	nd	nd	nd
II. Con garantía sector privado	1.500.000	10.000	1.510.000	24.500	31,3	16.225
D. Empresas antiguas	nd	nd	nd	nd	nd	nd
E. Fondos privados (AFP)	1.500.000	10.000	1.510.000	24.500	31,3	16.225
III. (= I + II) Totales	5.329.270	575.500	5.904.770	92.100	117,6	15.598
Garantía pública	3.829.270	565.500	4.394.770	67.600	86,4	15.382
Garantía privada	1.500.000	10.000	1.500.000	24.500	31,3	16.225

* Sólo incluye el valor de las deudas atrasadas de pensiones y cesantías del Decreto 2915 de 1991.

Fuente: Ministerio de Hacienda, ISS, CGR y cálculos de S. Clavijo.

tidas (con el ISS y con las antiguas cajas públicas) como los que manejan Telecom, Caja Agraria, el magisterio nacional y territorial, e incluso las empresas privadas más antiguas del país, que en conjunto participan con el 6% del total. Es claro que pueden existir algunas dobles contabilizaciones, en especial de este último grupo de pensiones compartidas, pero difícilmente éstas podrían superar el 3% del total (unas 150.000 afiliaciones).

En la segunda columna del cuadro 6 se observa que el total de pensionados podría ascender a unos 575.000 al finalizar 1995, incluyendo los de "sueldo de retiro" de la fuerza pública. Casi la totalidad corresponde a pensiones sufragadas con recursos públicos y sólo unos 10.000 serían atendidos por las AFP, donde la emisión de bonos pensionales todavía es nula y la de riesgos y vejez tan sólo alcanza unos 300 casos, por valor de \$1.500 millones.

En algunos casos sorprende la altísima relación pensionados/total trabajadores (= activos + pensionados), que alcanza el 30% en la fuerza pública (con un 41% en el caso de la policía), el 37% en el caso del propio ISS, bastante por encima del 10% observado a nivel nacional o del 6% que representa la población mayor de 60 años en el país. También en las entidades territoriales llama la atención que dicha relación bordee el 44% (aún sin conocerse la cifra del magisterio). Obviamente el caso más preocupante se registra dentro de las entidades descentralizadas (incluyendo en este caso a la Caja Agraria), donde los empleados pensionados representan el 52% del total, es decir, que el número y la carga pensional de los jubilados son casi equivalentes al costo laboral del personal activo (excluyendo las primas). Infortunadamente, en muchos casos los llamados planes de retiro no fueron muy exitosos, pues en varios de ellos el tiempo de servicio mínimo de 20 años se convirtió en garantía de pensión vitalicia, independientemente de la edad (el caso del Decreto 2138 de 1992).

En el mismo cuadro 6 se reporta el valor aproximado del pasivo pensional. La cifra más reciente que ha venido manejando la opinión pública es del orden del 65% del PIB al finalizar 1995 (equivalente a unos US\$52.000 millones), pero cabe anotar que dicho valor tiene que ver únicamente con el pasivo del ISS, que en cerca de dos terceras partes corresponde a trabajadores del sector privado. Nótese, por ejemplo, que el pasivo pensional de la fuerza pública añade casi otros ocho puntos del PIB (US\$6.000 millones) y el magisterio (a nivel central) por lo menos otros cuatro (US\$3.100 millones). En las entidades territoriales se ha estimado una deuda pensional de 2,5% del PIB (US\$2.500 millones) y en el caso de las descentralizadas se tiene otra deuda del 5% del PIB (US\$2.300 millones en el caso de Ecopetrol y por lo menos unos US\$1.700 millones en el de Telecom).

Renglón aparte merece el caso de la Caja Agraria, pues con un potencial de 17.000 pensionados y el régimen más generoso del sistema financiero –y probablemente del sector público– ha resultado muy difícil acotar su pasivo. Como mínimo, su pasivo debe estar en el orden de los US\$2.000 millones, pero el hecho de que recientemente se hayan ratificado en la última convención colectiva condiciones claramente violatorias de lo establecido para el resto de los sectores en la Ley 100 de 1993 no puede sino agravar su situación financiera de corto y largo plazos. Por ejemplo, a pesar de haberse elevado las edades de jubilación de los 47/50 años (mujeres/hombres) a los 50/55 y haberse reducido las tasas de remplazo del 100 al 75%, a principios de los años noventa, todavía hay condiciones de excepción que dan lugar a la aprobación de pensiones bajo el régimen anterior.

El manejo pensional que se ha hecho en la Caja Agraria constituye un despropósito con los esfuerzos que viene haciendo el resto de la sociedad, pues no sólo se mantiene en algunos casos el régimen ante-

rior, sino que aún en años recientes se ha preservado el régimen preferencial de 50/55 años y tasas del 75%. Mientras tanto, el resto de la sociedad hace esfuerzos por ceñirse al mandato de la Ley 100 de 1993, donde se requieren edades de 57/62 años para acceder a la pensión y las tasas de remplazo son del 65% a los 20 años de servicio.

Por último, en el caso de las AFP no se conoce aún un valor aproximado del pasivo pensional de sus 1,5 millones de afiliados, pues en muchos casos se trata de traslados provenientes del ISS, donde la emisión del bono pensional determinará en buena medida el monto de la pensión. Sin embargo, cotejando algunos valores salariales y edades de sus afiliados hemos estimado que dicho pasivo podría estar bordeando los US\$24.500 millones (equivalentes al 31% del PIB).

Si estas aproximaciones resultaran correctas, se tendría que el valor total del pasivo pensional de cerca de seis millones de afiliados a diferentes sistemas de seguridad pensional en Colombia representan el equivalente a un pasivo pensional de casi el 120% del PIB, donde la garantía directa del sector público cubriría el 86% del PIB y la del sector privado, con apoyo indirecto del sector público a través de la emisión de bonos, el otro 34%.

Aunque es claro que esta deuda pensional no es exigible en el corto plazo ni se trata de llegar a constituir reservas por dicho monto en el caso del régimen de prima media, sí es importante analizar dos aspectos adicionales: 1) El valor implícito de la deuda pensional por trabajador, como una forma de llamar la atención sobre los sectores donde prevalecen claros excesos pensionales; y 2) La constitución parcial de reservas, particularmente en los sectores que se encuentran por fuera del ISS (o en el régimen de pensiones compartidas).

En la última columna del cuadro 6 se puede observar que el total de los sectores allí contemplados reportaban un pasivo pensional per

cápita de US\$15.500 al finalizar 1995, con un promedio similar entre sectores con garantía pública o privada, y ligeramente más bajo en el caso del ISS (US\$14.600, dado que cerca del 80% de los cotizantes está por debajo de un salario y medio). No obstante, en algunos casos se tienen valores extremos, como en los territorios, donde el pasivo per cápita es tan sólo del orden de los US\$13.700, lo cual contrasta con los sectores privilegiados de las descentralizadas, con valores pensionales per cápita en el rango US\$80.000 - US\$130.000, o sea más de cinco veces el promedio observado en el ISS. Igualmente llama la atención que precisamente en el ISS como empresa también se tengan valores superiores al doble del pasivo pensional per cápita de sus afiliados, en buena parte debido a que el monto de la pensión se determina con base en el salario real del último año y no de los últimos diez, como lo manda la Ley 100 de 1993. También subsiste un régimen especial en el caso de la Caja Pensional del Congreso, habilitada para manejar sus pensiones, incluso con posterioridad a la Ley 100 de 1993 (según Decreto 1755 de 1994).

El segundo aspecto tiene que ver con la disponibilidad de reservas pensionales efectivas. Como se vio con anterioridad, entre el ISS y las AFP aportan hoy un ahorro del 2,5% del PIB, el cual resulta difícil de cotejar con el valor del pasivo pensional de casi 120% del PIB, precisamente porque se trata de una población muy joven, donde sólo el 6% de los colombianos tiene más de 60 años. Esto significa que si en la actualidad la edad promedio de los afiliados es del orden de los 32 años, habiendo cotizado como máximo unos diez, quedan otros 30 años de cotización potencial hasta completar los 62 años. Sin embargo, como ya se mencionó, el problema de la volatilidad en las cotizaciones (o el llamado problema de infidelidad) puede afectar seriamente la construcción de las reservas necesarias para enfrentar dicho pasivo. Mientras la relación reservas/pasivo pensional es del orden del 4% en el caso del ISS, hay varios sectores donde esta relación continúa siendo nula, debido a que no existen

reservas de ningún tipo. Sólo en el curso de los últimos años Ecopetrol, Telecom, el magisterio y la Caja Agraria han diseñado planes para empezar a constituirlos, pero ha sido un proceso lento con resultados aún precarios, que en el mejor de los casos los dejarían con el 10% del pasivo al terminar el aprovisionamiento.

Por último, es claro que la construcción de este mecano pensional tiene aún muchas piezas fuera de su lugar y otras que requieren afinación, pero el mensaje básico tiene algún sustento empírico:

1. Todavía hay regímenes que de hecho están burlando la Ley 100 de 1993, no sólo porque prevalecen condiciones de privilegio en ciertas entidades del sector público, sino porque esas empresas no han constituido el patrimonio autónomo que les pueda permitir enfrentar su pasivo pensional en el futuro;
2. En esas mismas empresas es donde la relación pensionados/trabajadores activos es casi de uno a uno, lo cual termina por desangrar financieramente estas empresas. Ya se ha visto que en ciertos casos los llamados planes de retiro voluntario terminan constituyendo una carga pensional onerosa para la empresa, y en otros, estos trabajadores (pensionados en algunos casos antes de los 50 años de edad) acaban empleándose en otras entidades del sector público, burlando el propósito de reducir el tamaño de la burocracia. Hacia el futuro se necesitará afinar el proceso de modernización, donde en algunos casos no quedará otra salida que privatizarlas.

Conclusiones

Los observadores externos deben estarse preguntando: ¿a qué país del Tercer Mundo se le ocurriría, en especial si ya tiene unos sistemas relativamente establecidos, encarar al mismo tiempo reformas de sus sis-

temas de pensiones, de salud y realizar estos procesos en un marco de profundización de la descentralización económica y política? La respuesta: a Colombia..., pero sólo si se añade la tarea de escribir una nueva Constitución que también intente reformar el sistema judicial.

Lo sorprendente y positivo de este proceso es que las evaluaciones internacionales que se han venido haciendo del engranaje microeconómico de estas reformas indican que en Colombia los procesos avanzan en la dirección correcta, aunque la verdad es que se ha perdido tiempo precioso en consolidar algunas partes cruciales de las reformas. En este documento se han señalado algunas de estas fallas, que podrían recapitularse de la siguiente manera:

1. No basta señalar, como lo viene haciendo correctamente el ministro de Hacienda, que el nuevo régimen pensional colombiano constituye una política de Estado, alrededor de la cual se ha generado la legislación necesaria y el consenso ideológico nacional, sino que es necesario adoptar las políticas económicas conducentes a asegurar su viabilidad financiera. La política más importante es, entonces, generar ahorro público para enfrentar el sinceramiento de las cuentas pensionales, la que por sí sola exigirá un gran sacrificio fiscal del orden del 1% del PIB por año. No menos importante es que este gobierno, así como todos los venideros, realmente se concientice, más allá del Ministerio de Hacienda, de que esta política de Estado implica respetar y acelerar el desarrollo del marco regulatorio establecido para el sistema de seguridad social en su conjunto, que es sin lugar a dudas uno "doblemente-dual", o sea de solidaridad, pero de abierta y sana competencia.
2. A pesar de que en sus recientes estudios el ministro Ocampo (1996) y también Ayala y Helmsdorff (1996) reconocen explícitamente que el nuevo sistema adoptado todavía presenta fallas estructurales que agravarán las finanzas públicas en los años

venideros, ellos consideran que debe dárseles prioridad a las tareas de consolidación del sistema de la Ley 100 de 1993, dejando para el futuro la adopción de una segunda oleada de reformas que permitan afinar lo alcanzado en esta primera etapa. Sin embargo, hay una gran inconsistencia macroeconómica cuando se reconoce que hoy existe un desbalance pensional, del orden del 1% del PIB, y que éste se irá incrementando hasta alcanzar cerca del 3% del PIB por año en las próximas décadas (acumulando deudas por casi el 30% del PIB), pero no se logran consolidar políticas de gasto público que conduzcan a generar el ahorro público necesario para enfrentar los desbalances presentes y futuros. Cabe recordar que precisamente Chile logró sacar adelante su reforma pensional a través de la generación de un superávit primario sostenido del orden de 4-5% del PIB por año, mientras que a lo largo de esta década Colombia lo ha venido reduciendo de niveles del 4% del PIB a un magro 2% en el presente año, como resultado del desahorro corriente del gobierno central, que alcanzará cerca del 1,5% del PIB.

3. El análisis comparado del sistema pensional colombiano permite concluir que, a pesar de los correctivos adoptados, *será difícil superar el problema de cobertura* (hoy de sólo 34% frente al potencial de 43%). Buena parte de la explicación proviene del problema de informalidad y rotación laboral, agravado por la existencia de condiciones de acceso y monto pensional. De allí que no deba sorprendernos el gran impacto fiscal que continuará teniendo, de manera directa, el régimen de prima media y, de manera indirecta, el régimen de garantía de la pensión mínima a través del ISS y de las AFP. En este frente de los beneficios se plantea la paradoja que se ha generado al constatar que Colombia tiene hoy un ingreso per cápita de US\$2.200 anuales por habitante y un crecimiento real promedio de 4,5% anual en la última década, y aspira a garantizar una pensión mínima equivalente hoy a US\$132 mensuales, mientras que Chile

- presenta un ingreso per cápita de US\$4.000 anuales y un crecimiento promedio de 7,9% en la última década, pero allí sólo se aspira a garantizar una pensión equivalente a US\$110 mensuales.
4. Las comparaciones internacionales también sirvieron para ilustrar que la reforma pensional de la Ley 100 de 1993 se movió en el sentido equivocado con relación al tema de las cargas contributivas sobre la nómina, pues como es sabido se incrementaron en unos diez puntos porcentuales, alcanzando la preocupante cifra de 37% a cargo del empleador y cerca de 9% a cargo del empleado, para un total de 46%. En contraste, en las reformas de Chile, Argentina y Perú las cargas sobre la nómina por concepto de pensiones se fijaron al nivel del 0% para el caso de pensiones. Por esta razón, en este documento se ha hecho eco de las recomendaciones de la Comisión (1996b) en el sentido de iniciar el pronto desmonte de algunas de estas cargas sobre la nómina.
 5. En el plano de los flujos operativos del sistema pensional público y privado se encuentra que, en un escenario de rendimientos financieros normales (del 5% real por año), se tendría que el actual superávit operacional del ISS en su área de pensiones (del orden de 0,2% del PIB) se iría desvaneciendo debido a su mayor carga pensional y a la caída relativa de su número de afiliados. Hacia finales de esta década se estarían registrando déficit operativos moderados, lo cual haría necesario empezar a drenar las reservas existentes del ISS (hoy de unos US\$2.000 millones en su componente de pensiones). Probablemente hacia el año 2005, de no ocurrir una reducción de beneficios pensionales o rendimientos extraordinarios en las reservas del ISS (superiores al 9% real por año), las reservas pensionales se habrían agotado y hacia el 2010 la deuda acumulada sería más o menos equivalente al superávit de 2,3% del PIB que se tiene hoy día. Al adicionar la deuda pensional contraída con los empleados del sector público,

se habría acumulado un déficit de casi el 6% del PIB hacia el 2005 y uno de 9% hacia el año 2010, totalizando un valor cercano al 11% del PIB (o sea, unos US\$11.000 millones). Este valor corresponde más o menos a la mitad del valor presente neto de la riqueza petrolera que se espera deje la explotación de los pozos de Cusiana y Cupiagua. No tendría mayor sentido que la política estatal en materia de obligaciones pensionales se erigiera sobre la base de que no hay necesidad de realizar ajustes en los beneficios ni mayor generación de ahorro público, pues siempre se podrá recurrir al maná que representan los ingresos petroleros.

6. Un ejercicio tendiente a establecer órdenes de magnitud del pasivo pensional público y privado existente en Colombia llevó a intentar armar el mecano pensional de Colombia. Al finalizar 1995 existían unos 3,8 millones de trabajadores que contaban con garantía pública de acceso a pensión de jubilación (cumplidos determinados requisitos de edad y tiempo mínimo de cotización) y 1,5 millones que tenían garantía del sector privado a través de las AFP, para un gran total de 5,3 millones de trabajadores cubiertos directa o indirectamente por algún tipo de sistema pensional. Estas cifras implican una cobertura de afiliados del orden del 34% respecto del total de la fuerza laboral, donde se tenía una afiliación al ISS de unos 3,2 millones (cerca del 60%), 1,5 millones estarían en las AFP (más o menos el 28%) y los restantes 600.000 corresponderían a sistemas autónomos (cerca de un 11%). Dentro de este último grupo cabe distinguir los sistemas autónomos de la fuerza pública y Ecopetrol, con unos 260.000 empleados que representan casi el 5% del total de los sistemas de pensiones compartidas (Telecom, Caja Agraria, el magisterio nacional y territorial), que en conjunto participan con el 6% del total.
7. El estimativo del total de pensionados fue de unos 575.000 al finalizar 1995. Esta cifra permitió establecer que en algunos sec-

tores existe una alta relación entre pensionados/total trabajadores (= activos + pensionados), que por ejemplo alcanza el 30% en la fuerza pública (con un 41% en el caso de la policía), el 37% en el caso de la propia entidad del ISS, cifras que están bastante por encima del 10% observado a nivel nacional o del 6% que representa la población mayor de 60 años en el país. Obviamente el caso más preocupante se presenta en las entidades descentralizadas (incluyendo en este caso a la Caja Agraria), donde los empleados pensionados representan el 52% del total, o sea que el número de activos casi iguala el de los pensionados.

8. Este mecano pensional también permitió establecer que el valor total del pasivo pensional de cerca de seis millones de afiliados a diferentes sistemas de seguridad pensional en Colombia representa el equivalente al 120% del PIB, donde la garantía directa del sector público cubriría el 86% del PIB y la del sector privado, con apoyo indirecto del sector público a través de la emisión de bonos, el otro 34%. Existen algunos casos importantes no reformados por la Ley 100 de 1993, como el de la fuerza pública, que representa cerca de ocho puntos del PIB (US\$6.000 millones), el magisterio (a nivel central) por lo menos otros cuatro puntos (US\$3.100 millones) y Ecopetrol con un 3% del PIB (US\$2.300 millones). En términos de pasivo pensional per cápita encontramos que era del orden de US\$15.500 per cápita al finalizar 1995; no obstante, en algunos casos se tienen valores bajos, como en las entidades territoriales, y valores elevados, como en el caso de las descentralizadas, que pueden exceder cinco veces el promedio observado nacional.
9. Otro aspecto preocupante tiene que ver con la baja disponibilidad de reservas pensionales efectivas. Mientras el ISS y las AFP aportan hoy un ahorro del 2,5% del PIB, hay varios sectores donde no hay reservas de ningún tipo. De hecho, sólo en el curso de

los últimos años, Ecopetrol, Telecom, el magisterio y la Caja Agraria han diseñado planes para empezar a constituirlos, pero ha sido un proceso lento con resultados aún muy precarios.

10. Por último, el mensaje básico con relación al monto del pasivo pensional y la disponibilidad de reservas para atenderlo es:
 - a) Todavía existen regímenes que de hecho están burlando la Ley 100 de 1993, no sólo porque prevalecen condiciones de privilegio en ciertas entidades del sector público a través de las convenciones colectivas, sino porque esas empresas no han constituido el patrimonio autónomo que les pueda permitir enfrentar su pasivo pensional en el futuro;
 - b) En esas mismas empresas la relación pensionados/trabajadores activos es casi de uno a uno, lo cual termina por desangrar financieramente estas empresas.

Bibliografía

Ayala, U. y L. Helmsdorff, "Papel y viabilidad del régimen pensional de prima media", en *Crisis política, sector financiero y manejo fiscal*, Santafé de Bogotá, Asobancaria, mayo de 1996.

Banco de la República, "Déficit fiscal y cuenta corriente de la balanza de pagos", Notas Editoriales, *Revista del Banco de la República*, Santafé de Bogotá, abril de 1996.

Clavijo, S., "A Survey of Economic Reforms and Macroeconomic Performance: A Comparative Study of Chile and Colombia 1970-95", *IMF Working Paper*, WP/95/139, December, 1995.

Comisión de Racionalización del Gasto Público, "La situación de las finanzas públicas", marzo, 1996a.

Comisión de Racionalización del Gasto Público, "El sistema pensional colombiano y las implicaciones fiscales de la Ley 100 de 1993", diciembre, 1996b.

Diamond, P. y S. Valdés-Prieto, "Social Security Reforms", *The Chilean Economy: Policy Lessons and Challenges* (B.P. Bosworth, R. Dornbusch and R. Laban (eds.)), Washington, D.C., The Brookings Institution, 1994.

Farné, S. y O. A. Nupia, "Reforma laboral, empleo e ingresos de los trabajadores temporales", Santafé de Bogotá, Ministerio del Trabajo-Uniandes, mayo de 1996.

Lora, E. y L. Helmsdorff, *El futuro de la reforma pensional*, Santafé de Bogotá, Fedesarrollo - Asofondos, enero de 1995.

Ministerio de Hacienda, *Memorias al Congreso de la República 1994-95*, agosto de 1995.

Ocampo, J. A., "El régimen prestacional del sector privado", en *El problema laboral colombiano. Informes de la Misión Chenery*, tomo 2, J.A. Ocampo y M. Ramírez (eds.), Santafé de Bogotá, Contraloría, DNP y Sena, 1982.

Ocampo, J. A., "Evolución reciente y futuro del sistema general de pensiones en Colombia" (documento presentado por el ministro de Hacienda y Crédito Público ante los miembros de Fasecolda y Asofondos, Santafé de Bogotá, septiembre de 1996).

Schmidt-Hebbel, K., *La reforma pensional colombiana: efectos fiscales y macroeconómicos*, Santafé de Bogotá, Asofondos, septiembre de 1995.

APERTURA Y SISTEMA FINANCIERO
EN AMERICA LATINA

Luis Alberto Giorgio
Subdirector del Cemla

Tanto en los años ochenta con sistemas financieros sobrerregulados, como en los noventa con una industria bancaria más liberalizada, América Latina experimentó situaciones de inestabilidad financiera sistémica que en algunos casos evolucionaron hacia un ambiente de crisis bancaria.

Por esta razón, en el presente trabajo se analizarán tres efectos fundamentales:

1. La industria bancaria y el papel de la supervisión estatal durante las crisis bancarias de la década de los años ochenta.
2. La industria bancaria y el papel del mercado en la inestabilidad financiera de la década de los años noventa.
3. La evolución esperada en materia de intermediación financiera en los años venideros, así como el papel de los entes de supervisión financiera estatal.

El Estado

En el modelo económico predominante en América Latina durante la década de los años sesenta se consideraba que el motor de la

inversión, y por lo tanto del crecimiento, era el sector público de la economía.

En este concepto general, la industria bancaria tenía un papel ejercido predominantemente por el Estado a través de mecanismos tales como el direccionamiento de la capacidad prestable de los depósitos bancarios, la determinación de los precios de la industria –tasas de interés activas y pasivas–, el establecimiento de barreras a la entrada al sistema financiero y la protección a los depositantes a través de sistemas de garantía de depósitos.

En definitiva, se buscaba canalizar el ahorro interno de la economía hacia proyectos de inversión directamente asumidos por el Estado en algunos casos y por el sector privado en otros, pero con la conducción del primero. Con el modelo se buscaba, además, que el ahorro financiero privado estuviera protegido a través de instituciones tales como la garantía de los depósitos y las funciones de prestamista de última y primera instancia del banco central. Las funciones de supervisión bancaria tenían un criterio esencialmente contable, ya que se pensaba que los riesgos que podían asumir las entidades bancarias eran mínimos dado que su capacidad de maniobra era sumamente restringida.

Por otra parte, el ambiente macroeconómico de aquella época no presentaba los desequilibrios que con posterioridad fueron la característica principal de la región y, además, la tecnología de comunicaciones no era un impedimento para el desarrollo de estrategias basadas fundamentalmente en el aislamiento.

Así evolucionaron los sistemas financieros de América Latina durante esos años, en un ambiente de tasas de crecimiento económico consideradas respetables.

Cabe preguntarse entonces: ¿Cuáles fueron los motivos del cambio de situación? ¿Por qué se empezaron a llevar a cabo las reformas financieras, es decir, la desregulación, la apertura y la liberalización del mercado de fondos prestables? ¿Por qué se pasó del Estado al mercado como elemento central del funcionamiento de la industria bancaria? ¿Estas reformas eran la consecuencia natural del modelo vigente o fueron impuestas desde afuera por grupos de interés?

Obviamente, la política pública siempre responde a un balance de intereses sectoriales avalados por grupos profesionales que le dan sustento científico; sin embargo, el modelo económico antes descrito comenzó a tener deformaciones mayúsculas. El ahorro financiero privado pasó a otorgar financiamiento al gasto público y no a la inversión, con lo cual la industria bancaria dejó de cumplir su papel fundamental de transformación de ahorro en inversión a través del mercado de fondos prestables.

En algún momento, cuando el ahorro privado no fue suficiente para financiar el gasto público, se recurrió al ahorro externo, y cuando éste no estaba disponible, a la financiación por medio de los bancos centrales.

En este punto se pasó de una etapa de falta de crecimiento a un ambiente macroeconómico de inflación en el que la industria bancaria comenzó a tomar riesgos importantes en su operación, aun cuando su actividad estaba sumamente controlada por el Estado; estos riesgos tenían como contrapartida la posibilidad de obtener altas rentabilidades en un contexto de gran volatilidad en que los arbitrajes de monedas y tasas de interés podían ser una fuente de beneficios mucho más grande que la operatoria tradicional de intermediación. Adicionalmente, la sobrerregulación producía muchos incentivos para la ocurrencia de episodios de fraude.

En América Latina se agotó el modelo del Estado como promotor de la actividad económica. Esta no es una afirmación de carácter ideológico, sino una consideración pragmática basada en las experiencias nacionales. Es posible que en el sureste asiático la intervención estatal en el financiamiento de proyectos de inversión haya tenido resultados satisfactorios, a juzgar por las tasas de crecimiento de esa región, pero en América Latina no caben las discusiones académicas en esta materia, pues por diferentes motivos el sistema produjo más costos que beneficios y se demostró su inaplicabilidad.

El proceso típico de crisis financieras en el que se vieron envueltos muchos países de América Latina tenía la siguiente dinámica:

1. El direccionamiento creciente del crédito a tasas de interés activas subsidiadas provocaba una asignación ineficiente de los recursos financieros para la realización de proyectos de inversión. Por consiguiente, la productividad de la economía no crecía.
2. Los encajes legales eran utilizados como un mecanismo de financiamiento del gasto público y no como un instrumento de control de la liquidez.
3. Los márgenes de intermediación eran elevados y aquellos que no tenían acceso al crédito subsidiado por el gobierno enfrentaban restricciones financieras crecientes y dificultades para cumplir con el pago de sus deudas bancarias.
4. El activo de los bancos se deterioraba tanto por la situación de la cartera de créditos al sector privado, como por la inmovilización derivada del sistema de encajes, que era el vehículo por medio del cual se utilizaban los depósitos en el sistema bancario para otorgar crédito al sector público.

5. El estancamiento económico aceleraba las demandas sociales, mientras que el sector público comenzaba a utilizar al sistema bancario para financiar gasto corriente y no de inversión.
6. La sobrerregulación creaba incentivos de fraudes, en un contexto en el que la supervisión bancaria era de carácter estrictamente contable, con una incapacidad manifiesta para anticipar la existencia de problemas en el patrimonio de los bancos.

En algún momento el sistema pasaba por períodos críticos, en ocasiones por la incapacidad del sector privado para pagar sus deudas, o en otras por la inestabilidad macroeconómica que afectaba la permanencia de los depósitos bancarios y provocaba cambios de portafolio hacia la utilización de divisas como reserva de valor, desfinanciando el gasto público y provocando más inflación a través de la emisión de moneda para cerrar la brecha entre gastos e ingresos fiscales.

En este ambiente ocurrieron las crisis macroeconómicas de Argentina y Brasil a fines de los años ochenta, de México a comienzos de esa década y de Venezuela en 1994.

El mercado

En estas condiciones, ya en los años noventa se hizo evidente la necesidad de realizar reformas en todo el ámbito de las economías afectadas. El papel del Estado se reconsideró y se restringió, en algunos países desapareció el Estado empresario, y en otros se hicieron esfuerzos para ajustar sus necesidades de financiamiento.

Todo esto coadyudó a promover una liberalización financiera efectiva en la que no sólo se desregulaban las tasas de interés activas y pasivas sino que además los intermediarios financieros comenza-

ban a contar con capacidad prestable abundante para otorgar créditos al sector privado, dado que el Estado tenía sus cuentas fiscales en orden. Un ejemplo claro en este aspecto es México, que a partir de mediados de 1991 eliminó el encaje obligatorio que tenía la forma de un coeficiente de liquidez de 30% sobre los depósitos captados, constituido esencialmente con títulos públicos; cabe destacar que la emisión de bonos estatales había comenzado a disminuir debido al nuevo contexto de equilibrio fiscal y esto provocaba un encarecimiento artificial del valor de los títulos en el mercado secundario. En otros países no se eliminó por completo el encaje legal pero sí se disminuyó sustancialmente, liberando recursos prestables para el sector privado.

La liberalización financiera coincidió con la apertura de las economías a los flujos de capitales externos, en general de corto plazo, y con el desarrollo de cambios tecnológicos en materia de comunicaciones que, en muchos casos, impulsaron las aperturas antes comentadas y en otros las expandieron.

En este contexto podría decirse que se pasó del Estado al mercado como eje del funcionamiento de la industria bancaria, sin que se produjeran cambios importantes en la calidad de la supervisión bancaria y permaneciendo vigentes instituciones como la garantía estatal de depósitos y las funciones ampliadas de prestamista de última instancia de la banca central, lo cual hacía que el mercado funcionara a medias, con distorsiones que creaban incentivos a comportamientos ineficientes de los agentes económicos usuarios de la industria bancaria y de los propios intermediarios.

Por consiguiente, la inexperiencia de algunos banqueros para cumplir con la función de intermediación de fondos prestables, que le da razón de ser a la banca, debido a tantos años de intervenciones estatales; la vinculación existente en la región entre gru-

pos económicos y financieros, así como la falta de mercados de capitales desarrollados, fueron factores que contribuyeron al deterioro de la cartera de préstamos al sector privado a una velocidad creciente.

Este proceso de deterioro del activo de los bancos estaba ocurriendo en un ambiente de apertura y globalización financiera que les agregaba volatilidad a los pasivos financieros, ahora con un alto componente de capitales externos de corto plazo.

De esta forma, aún con estabilidad macroeconómica y con un aparente funcionamiento del mercado para la asignación de crédito, se produjeron nuevas crisis bancarias. En México a partir de enero de 1995 el Estado pasó a ser el principal acreedor de la banca, al igual de lo que ocurrió en Chile en 1983. Los costos de estas crisis bancarias fueron muy significativos: como porcentaje del PBI en Chile el rescate costó 19%, en Argentina fue de 13% (1982) y en México se estima en al menos 8%.

Hacia dónde vamos

Al parecer se han confundido los medios con los fines: el Estado o el mercado obstaculizará o favorecerá el funcionamiento de la industria bancaria en la medida en que impida o impulse su eficiencia.

Sobre el concepto de eficiencia

Eficiencia en la industria bancaria, al igual que en otras industrias de intermediación, es un concepto resultante de la comparación de un costo contra el beneficio que dicha actividad genera.

En la banca ese beneficio consiste en minimizar la incertidumbre propia de un mercado (el de fondos prestables) en el que un agente se desprende del poder de compra presente para obtener un premio en el futuro. Tanto el acreedor como el deudor obtienen beneficios de la intermediación, aunque es difícil su medición. Con este criterio podría definirse a los bancos como administradores de confianza o certidumbre.

En cuanto al costo de intermediación, es la diferencia entre la tasa de interés activa y la tasa pasiva del mercado de fondos prestables.

Una característica importante de la industria bancaria es que tanto los beneficios como los costos de la intermediación financiera están fuertemente influenciados por factores macroeconómicos que están fuera del control de la banca, dado que la política macroeconómica le produce fuertes externalidades.

Sobre el concepto de regulación

Es importante diferenciar entre regulación e intervención, siendo esta última la que se experimentó en América Latina durante las décadas pasadas. Regulación, por el contrario, es aquella en la que el Estado establece las reglas de juego para que los mercados funcionen eficientemente, asignando los recursos, en este caso financieros, de manera óptima.

Hay que ir hacia la regulación así entendida, es decir, el conjunto de reglas que permita alcanzar la eficiencia en el funcionamiento del mercado de fondos prestables y no que la impida.

Sobre este particular surgen tres preguntas: ¿Por qué debe haber regulaciones y supervisión de la industria bancaria? ¿Quiénes deben realizar las regulaciones y la supervisión? ¿Cómo deben hacerse?

Sobre el porqué

Hay leyes de bancos y agencias estatales de supervisión bancaria en todos los países del mundo, pero no es el caso de otras industrias de intermediación.

La diferencia principal radica en el carácter sistémico de los problemas del sector, y es ahí donde se puede encontrar el porqué de la regulación.

Sin embargo, estos efectos de contagio son más relevantes en la industria bancaria que en otras debido a que hay importantes asimetrías en los costos de obtener información para los agentes económicos que operan con los bancos y, además, su cultura financiera tiene un desarrollo relativo significativamente distinto; por consiguiente, la regulación y la supervisión deben buscar la creación de estándares para favorecer la transparencia del activo de los bancos. Así se contribuiría a minimizar la profecía autocumplida del depositante asustado, por la cual la quiebra de un banco provoca dudas sobre la solvencia de otros y se incrementa la demanda de liquidez inmediata sobre éstos, que aun siendo solventes tienen una lógica imposibilidad de satisfacerla; en ese momento se confirma para los depositantes la presunción sobre la debilidad del banco.

Sobre el quiénes

La historia en América Latina creó un modelo caprichoso de intermediación financiera debido a que a comienzos de este siglo, cuando se llevaba a cabo la ingeniería institucional en esta materia en la región, dos enfoques prevalecieron. La llamada Misión Kemmerer asesoró a los países de la zona del océano Pacífico con base en el modelo estadounidense que contaba con un banco central (el Siste-

ma Federal de Reserva) y una entidad especializada en la supervisión (Office of Comptroller of the Currency, OCC), mientras que del lado del Atlántico Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay siguieron el modelo inglés, en el que el Banco de Inglaterra cumplía las dos funciones; de esta forma se ve que en la actualidad Chile, Bolivia, Perú y Ecuador, entre otros países, tienen separados el banco central y la Superintendencia Bancaria, en tanto que lo contrario ocurre con las cuatro naciones de la cuenca del Atlántico anteriormente mencionadas.

Quienes favorecen la concentración de funciones en el banco central argumentan que los institutos emisores son los que tienen el pasivo contingente ante los depositantes si una crisis bancaria ocurre, razón por la cual también deben tener la responsabilidad de la supervisión; adicionalmente, una crisis bancaria provoca descontrol sobre la política monetaria, que por supuesto se encuentra dentro del ámbito de responsabilidades primarias de los bancos centrales, y sobre el sistema de pagos.

Por su parte, quienes favorecen la separación de las funciones de supervisión en agencias estatales especializadas sostienen que los bancos centrales tienen conflictos de interés si llevan a cabo tareas de supervisión. No es recomendable que quien elabora las regulaciones las supervise al mismo tiempo, pues las políticas de un banco central pueden entrar en contradicción si se busca alcanzar simultáneamente los objetivos de estabilidad de precios y estabilidad del sistema financiero.

El modelo que parece satisfacer ambos argumentos es la constitución de un organismo de supervisión con una junta directiva independiente a cargo de las decisiones relevantes de supervisión, en que el banco central tuviera voz y voto privilegiado. En este esquema, las regulaciones del mercado de fondos prestables emanarían

del banco central y la supervisión e inspección estarían a cargo de la agencia estatal de supervisión.

Hay un papel muy importante que deben cumplir también las auditorías externas, como auxiliares de la agencia de supervisión estatal.

Así mismo, si se pudiera contar con un mecanismo de valoración del patrimonio de los bancos a través del mercado de capitales (emisión obligatoria de bonos, por ejemplo), se contaría adicionalmente con el *pricing* del mercado sobre la calidad de las instituciones.

Sobre el cómo

La regulación y la supervisión de las entidades financieras deben diseñarse para evitar que la quiebra de un banco se propague y provoque un efecto de desconfianza en todo el sector, y no para impedir las quiebras individuales.

En este aspecto sería recomendable hacer una división de tareas con el fin de que el banco central cuide el pasivo principal de los bancos –sus depósitos– a través del desarrollo de políticas monetarias sanas, y para que la Superintendencia proteja el activo de los bancos por medio del concepto de supervisión preventiva y consolidada, preservando la suficiencia patrimonial.

Hay que considerar en este análisis el papel que desempeñan la garantía de los depósitos y la función de prestamista de última instancia del banco central. En este campo se debería avanzar hacia el concepto de seguro de depósitos, dejando de lado el de garantía, y en lo que se refiere al prestamista de última instancia, debería restringirse estrictamente a los problemas de liquidez que puedan desarrollar una crisis sistémica por efecto contagio.

Conclusión

De acuerdo con lo anteriormente expuesto, parece que Estado y mercado es el modelo hacia el que se dirige América Latina; ojalá que en la próxima década, con esta fórmula, se minimicen los problemas que han tenido los sistemas financieros de la región para que así puedan cumplir eficientemente con su función principal: transformar ahorro en inversión.

LECCIONES DE LA ESTABILIZACION
DE LA ECONOMIA ARGENTINA

Domingo Cavallo
Exministro de Economía de Argentina

Para hablar de la experiencia de estabilización en Argentina, primero hay que hacer una aclaración: Argentina es posiblemente el país de América Latina que sufrió por un período más largo y de una manera más intensa el drama de la inflación, que culminó con un proceso hiperinflacionario de su sistema monetario en 1989 y principios de 1990. Por lo tanto esta experiencia es, muy probablemente, un caso particular.

De todas maneras la experiencia argentina es relevante para demostrar que en América Latina es posible conquistar una estabilidad de precios, sostenible en el tiempo, que pueda considerarse una verdadera estabilidad, y que no estamos condenados a vivir con tasas de inflación que, aunque moderadas, sigan manteniendo vigente este problema en nuestras economías.

Quiero aprovechar esta oportunidad para destacar las lecciones que hemos aprendido y para discutir ciertos aspectos sobre los que circulan algunas opiniones que, en mi concepto, no corresponden con la realidad. Por ejemplo, se suele decir que la política de estabilización argentina ha tenido severos costos en términos de crecimiento económico, o en términos de desocupación, que podrían haberse evitado si no se hubiera aplicado una política antinflacionaria tan

vigorosa. También se ha sostenido que Argentina ha tenido problemas con su sector externo porque no prestó la debida atención al sostenimiento de unos niveles adecuados de competitividad para sus exportaciones. Estos temas voy a tratar de discutirlos porque los considero relevantes.

Todos sabemos que los países que sufren esta enfermedad de la inflación quieren la estabilidad. Pero también es cierto que se trata de conquistarla incurriendo en la menor cantidad de costos posible y al mismo tiempo de conseguir otros objetivos como el crecimiento económico, el aumento del empleo, la disminución de la pobreza, la expansión del comercio exterior, de las exportaciones, así como el mantenimiento de un nivel adecuado de competitividad.

Inflación por décadas

Argentina era un país estable desde la segunda mitad del siglo XIX hasta los años treinta del presente siglo. En las décadas de los veinte y los treinta se registró una cierta deflación; había variaciones en las tasas anuales de inflación porque variaban los precios internacionales y eso se reflejaba en la economía argentina, pero si consideramos promedios largos el nivel de precios era ligeramente decreciente (cuadro 1).

A partir de los años cuarenta, particularmente en 1945, comenzó el proceso inflacionario en Argentina. La gente que ha estudiado este período sostiene que la inflación fue ocasionada por la simultánea implementación de un encerramiento económico que de hecho venía desde la segunda guerra mundial, con el intento de redistribuir los ingresos, decretando desde el gobierno fuertes aumentos salariales y algunas otras medidas.

Cuadro 1
Inflación argentina por décadas
 (porcentaje anual de cambios en el índice de precios al consumidor)

Período	Promedio	Máximo	Mínimo
1920-1929	-1,7	17,1	-15,9
1930-1939	-0,3	13,0	-13,9
1940-1949	10,6	31,1	-0,3
1950-1959	30,3	111,6	3,7
1960-1969	23,3	31,9	7,6
1970-1979	132,9	444,0	13,6
1980-1989	750,4	4.923,3	87,6

Fuente: Indec.

Sin embargo, cuando se observa con una perspectiva de largo plazo la experiencia argentina, que experimentó en la década de los cuarenta una inflación del 11% y de ahí en adelante una inflación cada vez más alta, no puede menos que concluirse que la mejor descripción del fenómeno inflacionario argentino es relativamente simple, como consecuencia de estas decisiones iniciales en materia de organización y de política económica. Pero lo que ocurrió fue que el gasto público tendió a aumentar; se fue erosionando la base de recaudación de los impuestos y Argentina tuvo, año tras año, un problema de alto déficit fiscal. Durante algún tiempo pudo financiar ese déficit con emisión de bonos o con captación de ahorros internos o externos, pero eso fue generando un problema adicional de deuda, que a su vez se agregó, por sus intereses, al problema del déficit fiscal y del alto nivel de gastos.

A medida que fue pasando el tiempo, la posibilidad de financiar esos déficit persistentes recurriendo al endeudamiento se fue reduciendo cada vez más, razón por la que el banco central empezó a ser

muy activo en la compra de deuda pública y previsión, y por esa vía de financiamiento al tesoro. De esa forma, se le dio un impulso cada vez mayor a la inflación, ya que la gente empezó a pagar el impuesto inflacionario, pero tratando de evadir su pago utilizando el dinero de manera cada vez más rápida, reduciendo la tenencia real de dinero. Ese fenómeno fue agregando dinamismo al proceso inflacionario.

Por supuesto que, con semejante política monetaria y fiscal, la moneda tenía que devaluarse paulatinamente, y las fuertes devaluaciones fueron, junto con la emisión de dinero y el alto déficit fiscal, el mecanismo que dio lugar a este proceso de inflación permanentemente en ascenso.

La década de los ochenta fue dramática para Argentina y puso de manifiesto cómo una alta inflación desorganiza de manera completa la vida económica de un país y produce resultados terribles. En esta década la inflación promedio anual fue del 750%. Para 1989 alcanzó el 4.900%, pero en el pico de la hiperinflación –entre marzo de 1989 y marzo de 1990–, ésta fue del 20.000%.

Economía real

Para la economía argentina de la década del ochenta, cuando se estaba recuperando la democracia, la inflación anual era del 750%; en el peor año llegó al 5.000%, pero en el pico de la hiperinflación alcanzó el 20.000%. El PIB declinó a lo largo de la década en casi el 1% anual; no sólo no crecía la economía sino que estaba en descenso, y en el año –el de la hiperinflación– cayó 6,2% (cuadro 2). Las exportaciones crecían muy poco (3% anual), y en el peor año, a pesar de una recesión violentísima que contrajo la absorción, crecieron apenas un 4,9%. Las importaciones declinaron permanentemente

Cuadro 2
Estabilización argentina en cifras
(período 1980-1989 hasta 1996)

	80-89	89	90	91	92	93	94	95	96
Porcentaje de inflación anual	750,4	4.923,3 (20.266) ¹	1.343,9	84,0	17,5	7,4	3,9	1,6	0,0
Crecimiento anual del PIB (%)	-0,9	-6,2	0,1	8,9	8,7	6,0	7,4	-4,4	3,0 ²
Crecimiento de las exportaciones (%)	3,0	4,9	29,0	-3,0	2,1	7,2	20,8	32,4	4,0 ³
Crecimiento de las importaciones (%)	-6,7	-21,0	-3,0	103,0	79,7	12,8	28,6	-6,8	7,0 ³
Cuenta corriente de balance de pagos (% del PIB)	-2,4	-1,7	3,3	-0,2	-2,4	-2,7	-3,3	-0,9	-0,9
Gasto público (% del PIB)	33,1	35,6	29,8	29,3	28,7	28,4	27,2	27,0	27,0
Déficit presupuestal (% del PIB)	5,8	-7,6	-2,3	-0,3	0,2	1,2	0,1	-1,0	-2,0
Reservas extranjeras (billones de dólares)	3,1	3,8	4,0	9,0	12,4	17,4	17,9	18,5	20,0 ⁴
Crecimiento del empleo (%)	1,6	1,0	1,1	4,3	2,7	1,3	-0,2	-2,6	0,0
Productividad por personas empleadas (Índice 1980=100)	100 ⁵	76,6	74,2	79,5	85,6	89,9	97,9	95,2	99,3
Acciones de establecimientos situados debajo de la línea de pobreza (Total gran Buenos Aires)	26,2 ⁶	29,0	29,5	19,0	14,4	13,3	13,0	17,2	-

- Notas:** 1. Marzo de 1989 con respecto a marzo de 1988
 2. Segundo trimestre de 1996 con respecto al mismo período de 1995
 3. Primer semestre de 1996 con respecto al mismo período de 1995
 4. - A junio 30 de 1996
 5. Correspondiente al año 1980
 6. Promedio de años 1988-1989.

Fuente: Secretaría de Programación Económica/PCRA.

durante la década porque había muy poco consumo e inversión, muy bajo nivel de actividad económica y, por supuesto, en el año de la gran recesión prácticamente no se importaba nada.

Aun así, con unas importaciones en drástica caída, teníamos un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, pero no porque invirtiéramos mucho –en realidad se invertía muy poco en Argentina–, sino porque también se ahorra muy poco, pues en medio de la inflación se desalienta totalmente el ahorro, e incluso con tasas de inversión bajas seguíamos utilizando el ahorro externo, sobre todo porque además pagábamos fuertes intereses sobre la deuda.

El gasto público había venido creciendo y era muy alto como porcentaje del PIB: 33,1% en promedio para la década. En 1989 había llegado al 35,6%, esto es, un alto nivel de gasto público. Y por supuesto, un alto déficit fiscal: 5,8% en promedio para la década, y 7,6% para 1989. En este caso el déficit fiscal se computa tomando los intereses de la deuda en términos reales, porque si se incluyeran los intereses nominales de la deuda, obviamente el déficit y los niveles de gasto serían exorbitantes.

Por otra parte, las reservas externas eran muy bajas. Entraban y se mantenían muy pocos dólares en el banco central, menos de US\$4.000 millones. Lo único que creció en la década fue el empleo: 1,6% anual; incluso en 1989 creció 1%, pero la productividad por trabajador ocupado, que era del 100% en 1980, bajó al 76,6% en 1989. ¿Qué clase de empleos se crearon en la década del ochenta? Empleos de nula o de muy baja productividad en empresas públicas, en provincias, en municipios, en el Gobierno Federal y en empresas privadas.

Había mucha pobreza en Argentina. El porcentaje de hogares por debajo de la línea de pobreza para la década era del 26,2% en pro-

medio, y en el peor año fue del 29,5%; es decir, que el 30% de los hogares estaba por debajo de la línea de la pobreza en el gran Buenos Aires y en la capital federal.

En los ochenta el pueblo argentino se convenció de que la inflación no era sólo un problema de aumento permanente de los precios que hacía que todos, especialmente los pobres, pagaran un alto impuesto inflacionario mientras utilizaban la moneda local. La población se dio cuenta de que con una inflación alta el país retrocedía sobre todo en términos de producción, de bienestar y, por supuesto, aumentaba la pobreza. En 1989 el país estaba preparado para un gran cambio; un gran cambio que trajera estabilidad, que era lo que más demandaba la gente. Pero la gente quería también que el país entrara a resolver sus otros problemas.

La experiencia argentina en materia de estabilización se puede dividir a partir de 1989, en dos períodos:

1. El año de 1990, cuando el gobierno tomó algunas decisiones estratégicas de transformación de la economía, pero pensó que la lucha contra la inflación era una lucha más bien convencional: reducir el déficit fiscal, emitir menos dinero y esperar que la inflación bajara.
2. El año de 1991, cuando decidimos ampliar el esquema de las reformas económicas y adoptar una política radical para la erradicación de la inflación.

En 1990 se hizo un gran recorte en los gastos públicos, de casi el 36% a algo menos del 30% del PIB y, por supuesto, una fuerte reducción del déficit. Para lograr este objetivo eliminamos programas que considerábamos inadecuados para el presupuesto federal y avanzamos también en el proceso de paralización virtual de las inversio-

nes de las empresas públicas, porque sus inversiones estaban mal diseñadas, pues no tenían financiamiento y dependían del presupuesto.

Así mismo, realizamos una tarea de privatización de varias empresas, la de Aerolíneas Argentinas y la de las empresas telefónicas. Estas privatizaciones se hicieron con un criterio preponderantemente fiscal, tratando de obtener la mayor cantidad de recursos para el Estado, mediante la venta de los activos. Además porque en los años anteriores, cuando se discutía en el Congreso el problema de las privatizaciones, el énfasis estaba puesto en cuánto se pagaría por los activos y en no regalar “las joyas de la abuela” —como se llamaba a algunas de estas empresas, aunque generaban enormes pérdidas y eran muy ineficientes—; nosotros las llamábamos también “las hipotecas de la abuela”, pero el pensamiento político predominante era que se trataba de las “joyas de la abuela” y que había que venderlas muy caras.

Tuvimos éxito en demostrar la determinación del gobierno de avanzar en las privatizaciones, ya que en un año privatizamos Aerolíneas Argentinas y las empresas telefónicas, logrando muchos ingresos de capital por la venta de estos activos. En términos fiscales también fue positivo porque estas compañías empezaron a pagar los impuestos que antes no pagaban y porque el tesoro no tuvo que poner un solo peso más para financiar el déficit de estas dos empresas.

En este sentido fue un éxito, pero no desde el punto de vista de la aceptación popular de las privatizaciones, porque antes de privatizar no cambiamos las reglas de juego: no introdujimos la competencia que habría sido deseable, ni calificamos las regulaciones que habían sido muy imperfectas; simplemente privatizamos con el marco normativo aplicable a las viejas empresas estatales. Durante

varios años, inclusive ahora, tuvimos discusiones sobre el nivel de las tarifas telefónicas, sobre las insuficientes conexiones aéreas internacionales, ya que Aerolíneas Argentinas puede vetar el otorgamiento del permiso por parte del gobierno para que venga otra empresa a prestar servicios, etc.; es decir, que las privatizaciones anduvieron bien, pero no en términos de la maximización del bienestar de los consumidores, sino más bien en términos puramente fiscales, de eficiencia y de calidad de los servicios.

El problema es que la economía continuaba estancada, no había crecimiento y la inflación seguía muy alta, a pesar de la reducción del déficit fiscal y de que la expansión de la oferta monetaria empezó a controlarse más que antes: 1.300% de inflación. Además, las reservas externas continuaban muy bajas, al mismo nivel que antes. No se había registrado un aumento de la productividad, por ejemplo, sino que prosiguió en descenso, aunque el empleo siguió creciendo un poco. Continuaba también la pobreza: el 29,5% de los hogares estaba por debajo de la línea de pobreza.

A principios de 1991 decidimos que Argentina tenía que erradicar la inflación. Para ello era necesario agregar una reforma monetaria, un nuevo sistema monetario a lo que ya estábamos haciendo en el frente fiscal. Al mismo tiempo teníamos que producir un fuerte proceso de desregulación y creación de competencia interna en todos los mercados, e intensificar la apertura externa para que también se acentuara la competencia procedente del exterior. En el contexto de una economía mucho más desregulada y con un grado mucho mayor de competencia, deberíamos llevar adelante todas las privatizaciones pendientes.

Con todo, habíamos aprendido la lección de 1990. A partir de 1991 dedicamos muchos más esfuerzos a crear competencia, cuando técnicamente era posible, o a mejorar y calificar las regulaciones cuan-

do éstas eran imprescindibles, porque había elementos de monopolio natural. Sólo entonces privatizamos las empresas. El caso típico fue el sector energético, donde logramos el mayor éxito.

Primero abrimos el mercado petrolero a las importaciones y exportaciones, dejamos que se organizara un mercado del crudo y otro de los derivados, ambos totalmente competitivos. La facilidad del transporte se reguló según el criterio de acceso abierto para que cualquier operador pudiera transportar petróleo, gas, electricidad.

En este contexto de desregulación, competencia y privatización, dimos en concesión las áreas que estaban superexplotadas por IBM, directamente a productores privados; privatizamos IPF, una vez que se había reestructurado como empresa, y luego, en oferta pública, la pudimos vender a muy buen precio. En los sectores eléctrico y de gas pudimos privatizar muchas empresas que compiten en la exportación y extracción de los recursos. Ahí tuvimos no sólo buenos ingresos de capital sino un impresionante aumento de la productividad, que se reflejó en la calidad de los bienes y servicios, pero sobre todo en el precio. Por ejemplo, la electricidad en Argentina, que costaba más de 50 milésimos de dólar el kilovatio/hora, actualmente cuesta menos de 20 milésimos en el campo de la generación, gracias a la creación de competencia y a la privatización.

La reforma que le dio nombre a todo este programa es lo que denominamos "convertibilidad", que en sus aspectos básicos consiste en lo siguiente: introdujimos una nueva moneda de la misma manera en que se ha hecho la introducción de casi todas las monedas en el mundo entero.

Si miramos la génesis de las monedas papel que se han ido introduciendo, en general todas estuvieron atadas a alguna relación con el

oro o con algún elemento que les diera un valor intrínseco. La moneda era como un vale a cambio de aquello que tenía un valor en sí mismo. Nosotros no teníamos moneda porque la inflación había llevado a que la gente rechazara la moneda argentina, que en ese entonces se llamaba austral. Prácticamente nadie la utilizaba. Como porcentaje del PIB era muy poco lo que teníamos en moneda argentina. En la práctica la gente había adoptado el dólar como su moneda. Había muchos más dólares en circulación y se hacían más transacciones en dólares que en australes. Incluso, ya se habían popularizado las cuentas en dólares en los bancos, había chequeras en dólares y cuando el banco central no las aceptaba, la gente manejaba chequeras en dólares de Estados Unidos o de Uruguay.

Para que los argentinos sintieran que tenían una moneda propia introdujimos una nueva moneda, el peso, a través de una caja de conversión. Había una experiencia reciente que nos alentó a hacer esto: la de Hong Kong, que en 1982 había adoptado el viejo sistema de creación de su propia moneda con éxito, porque gracias a eso logró la estabilidad de precios e incluso la estabilidad de su sistema financiero.

En Argentina habíamos tenido una experiencia exitosa con las cajas de conversión entre 1890 y 1930. En 1890 sufrimos una crisis muy severa conocida como la crisis de Baring Brother, originada por un incumplimiento en el pago de la deuda externa argentina. Para salir de ella el presidente de ese entonces, Carlos Pellegrini, creó una caja de conversión que entró a funcionar en pleno en 1901 y operó hasta 1929, y que le permitió a Argentina tener 40 años de estabilidad realmente admirable, estabilidad dentro de la cual se había producido una gran expansión económica que nos llevó a situarnos, al final de la década de los veinte y principios de los treinta, entre las diez naciones de más alto ingreso per cápita del mundo.

Contábamos entonces con nuestra propia experiencia y estudiamos también la experiencia reciente de Hong Kong; la idea era muy simple: la gente podía utilizar voluntariamente este nuevo peso, ya que no era, ni es, moneda obligatoria. La gente podía seguir usando los dólares si quería, en tanto que el peso sólo iba a ser emitido contra una entrada equivalente de dólares u otras monedas de reserva, es decir, que el valor del peso debía mantenerse permanentemente respaldado. Fue importante que no le quitáramos a la gente la posibilidad de utilizar dólares para sus transacciones, porque si la hubiéramos obligado a usar pesos probablemente se habría asustado; habría pensado que el gobierno se preparaba para volver a utilizar pesos con el propósito de recaudar el impuesto inflacionario. La opción de usar unos u otros fue determinante para consolidar la credibilidad.

¿Qué significa que sólo se pongan en circulación pesos contra entrada de dólares? Significa que con este sistema monetario el país no puede crear crédito interno a través del banco central en forma artificial. Están prohibidas las operaciones de préstamo del banco central al tesoro, pero prohibidas de una manera muy fácil de controlar por el público, porque si el banco central le prestara al tesoro, aumentaría el dinero en circulación sin aumentar las reservas y todo el mundo se daría cuenta al día siguiente. También están prohibidas las operaciones de préstamo a los bancos. El banco central puede prestarles a los bancos con la condición de tener reservas en exceso; no puede hacerlo recurriendo únicamente a las emisiones de circulante.

En el caso argentino esto fue determinante. El hecho de que la gente se diera cuenta de que ahora el banco central no podía emitir más dinero ni para prestarle al tesoro, ni para prestarles a los bancos, ayudó muchísimo a que la gente creyera que el valor de la moneda iba a mantenerse, y esta credibilidad fue la clave. Inmediatamente

las tasas de interés en pesos se desplomaron y la gente empezó a comportarse como si la economía fuera estable. Fue un cambio de régimen instantáneo el que se produjo. La ley de convertibilidad, además de crear este sistema monetario, eliminó las indexaciones y volvió a la nominalidad de nuestro viejo Código Civil y de nuestro viejo Código Comercial. Las operaciones se tenían que pactar en términos nominales, con una tasa de interés; no podía haber corrección monetaria.

Esto funcionó mejor de lo que habíamos pensado. La inflación anual, en 1991, fue del 84%, pero todo esto ocurrió en el primer trimestre. El plan de convertibilidad se lanzó el 1º de abril. A partir de esa fecha, la tasa de inflación fue del 20% aproximadamente, en términos anuales. Al año siguiente ya había bajado al 17,5%, en 1993 al 7,4%, en 1994 al 3,9%, en 1995 al 1,6%, y durante los últimos doce meses llegó a cero. Realmente estabilizamos la economía.

La inflación que siguió existiendo la ocasionaron fundamentalmente los bienes no comercializables, porque si uno mira los bienes industriales y agropecuarios y los bienes que entran en el ámbito del comercio exterior, éstos se estabilizaron de inmediato. Prácticamente no hubo inflación, salvo la internacional. Partíamos de niveles salariales y de precios de servicios extremadamente bajos y con un clima de estabilidad, y sobre todo con la expansión económica que hubo, esos precios y servicios, incluidos los salarios, siguieron subiendo por un tiempo, lo que produjo algo de inflación. Pero la economía entró a funcionar como una economía con estabilidad de precios.

Producto Interno Bruto

El PIB creció durante cuatro años consecutivos al 9% un año, otro casi al mismo nivel y al 6 y al 7,4% los años restantes, y en prome-

dio al 7,7% en los cuatro años, antes de que sufriéramos la recesión de 1995. Actualmente está creciendo más o menos al 3,4%, pero para 1997 se espera un 5 o 6%.

Mucha gente se pregunta cómo un programa que frena drásticamente la inflación produce semejante aumento en el PIB el primer año, e incluso durante varios años. Aquí se destacan dos fenómenos: por el lado de la demanda, la gente se siente más rica, con más perspectivas de futuro y consume más. Se abren muchas posibilidades de inversión. Eso podría ser desestabilizante, pero se produce al mismo tiempo un gran fenómeno por el lado de la oferta que tiene que ver con el proceso de desregulación y con las políticas puestas en vigencia por el gobierno.

Por el lado de la oferta hay un incremento de la capacidad productiva generada por la nueva inversión, que toma un cierto tiempo y origina un fenomenal aumento de la productividad. Este último se debe a que la economía entra a funcionar con orden, donde antes había reinado un gran desorden; esto es, que hay una ganancia de productividad simplemente por el orden logrado, además del proceso de desregulación, que incluyó una reforma tributaria y eliminó una cantidad de impuestos distorsivos. Todos esos impuestos o los eliminamos o tratamos de reducir su tasa, y dejamos el IVA, el impuesto a las ganancias, y quedaron en parte las contribuciones para la seguridad social como impuestos sobre los salarios, pero reducidos con respecto a los niveles que tenían en el pasado.

Todo esto facilitó el proceso de expansión de la oferta y aumentó considerablemente la demanda de importaciones. Durante el primer año las importaciones se duplicaron; sin duda, desde todo punto de vista fue un éxito. La gente le dio un triunfo político en septiembre de ese año y no fue una sorpresa, porque la pobreza, que estaba en el 30%, en un solo año pasó a estar por debajo del 20%,

porque los pobres eran quienes pagaban el impuesto inflacionario y estaban más agobiados por la alta inflación. Fue la primera vez que se descubrió el inmenso valor político que tiene la estabilidad. Después, Fernando Riqui Cardozo lo tuvo muy en cuenta en Brasil, tanto para luchar contra la inflación como también para ganar poder político.

Con todo, la historia continúa. Es cierto que sufrimos la crisis de 1995 cuando México devaluó su moneda y los inversionistas del exterior, que creyeron que Argentina era muy parecida a México y que también se iba a ver obligada a devaluar, empezaron a vender los bonos y acciones de Argentina que habían comprado en años anteriores. Eso provocó una restricción del crédito, un aumento de las tasas de interés y una recesión en el país, pero:

1. La recesión argentina no fue tan fuerte como en México.
2. No devaluamos la moneda ni reintroducimos la inflación, y al cabo de un año la economía está de nuevo en expansión; ya creció 2,6% durante el segundo trimestre de 1996, y por ejemplo la producción industrial aumentó casi un 10% en el tercer trimestre; además, es probable que el PIB haya crecido en el orden del 7% en el tercer trimestre de 1996.

Existen numerosos argumentos respecto a por qué, por ejemplo, Argentina sufrió la crisis mexicana mientras que a Chile y Colombia no los afectó. Algunos dicen que está relacionado con la política cambiaria y con las restricciones a la entrada de capitales que tiene Chile, por lo menos para capitales de corto plazo. Creo que no es así; la gran diferencia está en la tasa de ahorro. Es decir, que Chile introdujo tempranamente, a principios de la década del ochenta, la reforma previsional e hizo además un gran esfuerzo fiscal que ayudó a generar más ahorro del sector público, y ha tenido una política

Cuadro 3
La recesión después de la crisis mexicana

	1995							1996
	1994	I	II	III	IV	I	II	
Inflación (% anual)	3,9	4,4	3,7	2,2	1,6	0,2	0,0	
Crecimiento del PIB (% anual)	7,4	3,2	-4,6	-8,1	-7,7	-3,2	3,0	
Crecimiento de las exportaciones (%) ¹	20,8	48,5	47,7	23,9	13,9	4,3	3,3	
Crecimiento de las importaciones (%) ¹	28,6	8,6	-10,3	-12,9	-9,0	-4,9	19,3	
Balance comercial (billones de dólares)	-4,2	0,3	1,9	0,7	0	-0,3	0,6 ³	
Cuenta corriente de balanza de pagos (billones de dólares)	-9,4	-1,8	0,9	-0,2	-1,3	-1,4		
Reservas internacionales (billones de dólares)	17,9	12,5	15,0	15,2	18,5	18,8	20,0	
Depósitos bancarios (billones)	47,2	48,1	42,1	43,4	45,2	49,3	52,2	
Desempleo (%)	12,2 ²		18,4	—	16,4	—	17,1	
Personas empleadas (.000)	10.609		10.307		10.348		10.343	

Notas: 1. Variación para el mismo período del año anterior
 2. Octubre de 1994
 3. Abril-mayo de 1996

Fuente: Secretaría de Programación Económica/PCRA.

impositiva de alentar el ahorro en las empresas privadas. Todo esto ha dado lugar a un fenomenal aumento de las tasas de ahorro; desde una tasa que estaba –como en Argentina– en el 14% del PIB a fines de los setenta y principios de los ochenta, hasta casi el 28% del PIB. Ahí está la clave de la no vulnerabilidad de Chile, e incluso de Colombia, a una crisis como la mexicana.

En Argentina le dimos importancia al aumento de la tasa de ahorro y con alguna demora, porque en el Congreso no nos apoyaban, logramos modificar el sistema previsional que está dando muy buenos resultados. Lo modificamos a la manera chilena, pero con una particularidad: como nosotros teníamos muchos jubilados, debimos mantener un sistema de repartos simultáneamente; pero el 99% de los nuevos trabajadores elige el sistema del fondo de pensiones, y en este momento más del 70% de los trabajadores está en el nuevo sistema. Se acumulan muchos ahorros todos los meses y está apareciendo ahorro de largo plazo, exactamente como en Chile, pero eso empezó apenas hacia mediados de 1994 porque la discusión de la nueva ley previsional en el Congreso, a pesar de que la planteamos a fines de 1991, demoró más de dos años, y luego necesitamos un año de sanción para poder implementarla.

En Argentina nos ocupamos del aumento de la tasa de ahorro, pero por desgracia en 1995 todavía no teníamos una tasa de ahorro lo suficientemente elevada. Habíamos crecido del 14 al 17%, pero como habíamos abierto tantas oportunidades de inversión, el país empezó a usar el ahorro externo: llegó a usar 3,3% del PIB de ahorro externo. Nosotros tuvimos un aumento en la tasa de inversión de la economía del orden de seis puntos del PIB; la mitad la financiamos con aumentos de ahorro interno y la otra mitad con ahorro externo. En esto nos parecíamos a México, habíamos tenido un déficit en cuenta corriente, pero no de igual magnitud porque en México esta cifra era de más del 8% del PIB, en tanto que en Argentina llegaba apenas al 3%.

De todas maneras algunas personas dijeron que en Argentina existía riesgo cambiario, riesgo de incumplimiento de las obligaciones con el exterior y riesgo de inestabilidad del sistema financiero. Los que apostaron a eso se equivocaron totalmente, pero aun cuando los operadores se equivocaron en sus predicciones, de todas maneras produjeron un efecto que significó la recesión argentina. En nuestro país no hubo ni devaluación del peso, ni incumplimiento de las obligaciones, ni desestabilización del sistema financiero. En materia del sistema financiero hubo una muy buena purificación porque algunos bancos débiles fueron absorbidos por otros más fuertes, y los bancos provinciales se tuvieron que privatizar porque no les quedó otra opción. Hoy no existe un problema de deuda mala en los activos de los bancos, como sí lo hay en los países que debieron producir una fuerte devaluación, como es el caso de México, que tiene muchos activos malos en los bancos.

En Argentina sufrimos una recesión que ha surtido beneficios, ya que hoy tenemos un sistema financiero más consolidado. Por ejemplo, el grueso de los bancos provinciales era un problema porque les prestaban a los gobiernos provinciales y permitían que siguieran teniendo indisciplina fiscal: ahora éstos se han privatizado o están en proceso de hacerlo. Nosotros salimos al exterior a buscar recursos para apoyar el sistema financiero, dado que no podíamos emitir dinero. Pero esos recursos los tomamos prestados siempre que, por ejemplo, las provincias decidieran la privatización de los bancos locales, o que un banco con problemas fuera absorbido por otro más sano, y le dimos una especie de deuda subordinada o aporte de capital al banco más fuerte, pero con la condición de que tenía que existir la garantía del banco más fuerte que absorbía al más débil.

En otras palabras, se transformó la crisis en una oportunidad para profundizar las reformas. Algunos dicen que la estabilización tuvo

costos en términos de crecimiento porque hubo una recesión en 1995. Recesión puede haber en muchos países, sobre todo cuando uno recurre al ahorro externo y de repente hay un cambio de expectativas de los inversionistas y se produce una salida de capitales; pero si uno toma este período en conjunto, Argentina creció en promedio un 5,5% en seis años. Este es un buen resultado desde el punto de vista del crecimiento, como no lo tuvo en ninguna de las décadas de este siglo, ni siquiera durante las tres mejores de principios del mismo. Esto es, que la estabilización no fue costosa en términos de crecimiento; al contrario, en Argentina existe actualmente una perspectiva de crecimiento del 5, 6 o hasta del 7% anual; hay muchas inversiones, un buen aumento de la productividad y las expectativas son muy buenas.

La estabilización no fue costosa en términos de crecimiento. Si en lugar de recurrir a la reforma monetaria y crear un sistema con fuertes medidas dirigidas a la credibilidad, hubiéramos aplicado la receta de controlar mejor la oferta monetaria, bajando el déficit fiscal, por supuesto que habríamos tenido recesión. Esa fue la receta que aplicamos en 1990, año en que no se recuperó en nada la economía; estuvo estancada después de haber caído mucho durante el año anterior, pero por la forma como encaramos la lucha contra la inflación, la estabilización ayudó al crecimiento económico, lejos de perjudicarlo.

Otro mito que existe es que la estabilización fue costosa en términos de exportaciones y problemas del sector externo. Todo lo contrario. En la década del noventa se ha dado un comportamiento de las exportaciones que no se había presentado antes. Si tomamos todos estos años, las exportaciones crecieron más del 10% en promedio, y antes lo habían hecho en 3%. Cuando teníamos una moneda superdevaluada y devaluábamos todos los días, las exportaciones crecían muy poco; sin embargo, con una moneda estable las expor-

taciones han crecido mucho. Para 1996 estimé un crecimiento de las exportaciones del 4%, pero se espera que llegue a un 7%, a pesar de la caída de los granos en los últimos meses.

La clave del aumento de la competitividad en Argentina es que las exportaciones pasaron de US\$12.000 millones a US\$22.000 millones en seis años, un fenómeno que no se había dado nunca. Este aumento se debe a la combinación de dos factores:

1. Todos los productores de bienes de exportación se dieron cuenta de que el gobierno ya no podía mejorar la competitividad artificialmente, devaluando la moneda. Ese mecanismo, en definitiva, es una transferencia de ingresos de un sector a otro que recibe un impulso, además de que en Argentina se había abusado de ese mecanismo por décadas.
2. Cuando la gente se dio cuenta de eso, le prestó más atención al costo de producción y a pelearlo, para ganar en competitividad, o a hacer una tarea de marketing para obtener un mejor precio de venta del producto.

Así reaccionó el sector privado en todos los planos de la economía y el gobierno estuvo buscando permanentemente qué tipo de regulación tenía que eliminar o cambiar, o qué impuesto tenía que disminuir o eliminar para ayudarle al sector privado a reducir los costos de producción y a aumentar la competitividad. Fue lo que se llamó la lucha contra el alto costo argentino.

Es muy importante que los miles de empresarios productores de bienes de exportación, los funcionarios y los políticos discutan los problemas reales que determinan la baja competitividad de un país y resuelven los problemas reales, y que no vivan con la ilusión de que si no han bajado suficientemente los costos, o si no han sido

suficientemente exitosos en la gestión de mercado, el gobierno les va a sacar a los ahorradores o a los trabajadores, por la vía de la devaluación, un poco de sus ingresos y se lo va a dar a los exportadores, para restablecer así la competitividad de corto plazo que luego se evapora por los efectos de la puja distributiva y de la propia inflación. Ese es un aspecto que nosotros hemos aprendido; quizás es válido sólo para Argentina pero, sin duda, creemos que es muy importante.

El país es cada vez más competitivo. Y el gasto público siguió declinando como porcentaje del PIB, no porque en términos absolutos este gasto disminuyera –sigue aumentando un poco–, sino porque al crecer tanto la economía el gasto siguió declinando. En promedio hemos tenido equilibrio fiscal. Cuando se presenta una recesión se entra en un déficit, pero el equilibrio fiscal hay que buscarlo a lo largo del ciclo económico porque si hay recesión y el gobierno se desespera por tener equilibrio fiscal, se toman medidas todavía más recesivas. Una vez que el país sale de la recesión, la misma reactivación le genera una recuperación de impuestos. Lo importante es que el déficit no adquiera dimensiones demasiado graves. En Argentina el déficit está en el 2% del PIB, que es perfectamente financiable con endeudamiento. Ahora que estamos saliendo de la recesión y que estamos de nuevo en expansión, deberíamos tender a un superávit como el que tuvimos en 1991-1992.

La pobreza siguió disminuyendo, excepto en el año de la recesión, cuando hubo de nuevo un pequeño aumento en el porcentaje de hogares por debajo de la línea de pobreza. Existe un problema grave y que preocupa mucho a los argentinos: la desocupación. El empleo aumentó muy poco. Creció mucho el primer año, pero después hubo períodos en que declinó. Si tomamos la década del noventa, el empleo creció mucho menos que en el decenio

inmediatamente anterior. Al respecto hay que observar algunos factores nuevos: la fuerza laboral se incrementó mucho, pero no sólo por el crecimiento poblacional sino por la mayor participación de las mujeres, quienes al ver perspectivas de mejores salarios optaron por dejar de trabajar en el hogar y salieron al mercado laboral. Hubo además mucha inmigración de los países vecinos, atraída por un nivel de salarios mucho más elevado. Entonces, la fuerza laboral creció mucho y el empleo, muy poco.

Aunque algunos observadores afirman que ese es el costo de la estabilización, yo considero que no es así. En todo caso, es el costo de poner orden en la economía. Cuando se está en una economía en que la productividad del trabajo había bajado impresionantemente y se había creado un montón de puestos improductivos, estas son las consecuencias necesarias. Durante la década del ochenta se había soslayado un problema de desocupación creando empleo público, financiado con emisión monetaria, provocando inflación y deteriorando el nivel de vida promedio de la población. Cuando se parte de una situación como esa y se quiere poner orden, lo primero que se obtiene es un gran aumento de la productividad del trabajo, y mucha de la gente que estaba en actividades improductivas tiene que encontrar empleo en actividades productivas; entonces es poco lo que crece el empleo total, y dado que la fuerza laboral sigue creciendo vegetativamente, se genera un problema de desocupación.

¿Cómo se resuelve esto? La experiencia chilena en este aspecto es relevante. Chile empezó sus reformas económicas a mediados de la década de los setenta: comenzó la apertura económica, la privatización, la estabilización. Luego, en 1982-1983, tuvo una crisis muy severa, en el momento de la crisis de la deuda externa latinoamericana. La desocupación llegó al 24% de la población económicamente activa, mientras hoy está en el 5%.

¿Cuál fue la clave del éxito de Chile en reducir y prácticamente llevar a un nivel normal la desocupación? Fueron dos los elementos: la reforma de las leyes laborales, que nosotros en Argentina hemos ido haciendo paulatinamente y que todavía tenemos que terminar de realizar, porque nosotros teníamos un régimen laboral a la europea, compatible con lo que se llamaba la economía de bienestar, cuando se creía que con leyes se podía redistribuir el ingreso y asegurar altos niveles de vida para la población. Lo hemos ido modificando lentamente porque ha habido mucha resistencia de los sindicatos. Ahora hay un gran compromiso personal del presidente para convencer al Congreso de terminar la reforma laboral y disponer de un sistema de reglas laborales más flexible. El otro elemento fue la carencia de ahorros de largo plazo, por lo cual tampoco había préstamos de largo plazo y, por ende, había muy poca construcción de viviendas porque –salvo las familias muy ricas– una familia de clase media o de bajos ingresos no podía comprar una vivienda, pues la casa que se construía para los pobres dependía de los recursos fiscales, que siempre han sido muy limitados.

¿Cuál es la nueva realidad de Argentina desde la reforma previsional? Ahora hay hipotecas a 10, 15 o 20 años de plazo a tasas de interés del 11, 12, 13% anual, que le permiten a la gente comprar un apartamento o una vivienda; todavía no a la gente muy pobre que sigue dependiendo de un sistema que se llama Fonavi –que es de vivienda muy económica y que se financia con recursos presupuestales–, pero sí para los sectores medios y altos. Con esto se está produciendo una reactivación de la vivienda y de la industria de la construcción, y en la dotación de la infraestructura urbana y regional. Y todos estos son sectores intensivos en el empleo de mano de obra.

El sistema financiero y los mercados de capitales

Paralelamente a lo anterior hubo una gran expansión de los depósitos bancarios en términos reales y también se desarrollaron los mercados de capitales. Por desgracia aún no se ha desarrollado bien el seguro porque tenemos problemas legales y además por nuestro sistema judicial, pero están en plena expansión los fondos de pensiones. Todo conduce a que tengamos un mercado de capitales y un sistema financiero mucho más importantes que los anteriores.

Esta tarea ha exigido una permanente transformación, y aún la exige porque nuestro sistema financiero se había acostumbrado a la especulación muy de corto plazo, heredada de la época de la alta inflación. Por ejemplo, los bancos no tenían la forma de evaluar créditos, porque no había crédito que se concediera en función de la calidad de una inversión, de un proyecto, del manejo de una empresa agropecuaria, industrial, minera o de lo que fuera; ni siquiera teníamos una central de riesgos porque todo eran operaciones puramente especulativas alrededor de títulos públicos. Nosotros estamos mucho más atrasados que Colombia en esta materia. Entiendo que ustedes tienen una central de riesgos que funciona muy bien desde hace más de 20 años, mientras que nosotros hasta ahora estamos desarrollando esa institución tan importante.

Lo interesante es que en un contexto de estabilidad todo es más fácil, porque cuando los precios se mantienen estables la gente empieza a pensar en términos de estabilidad; ahorra más, lee e interpreta mejor las señales del mercado, es más racional como consumidor, empieza a comparar mejor las opciones que le ofrece el sistema financiero. Se dan las circunstancias para que aparezcan instituciones como la hipoteca y la titularización de hipotecas que permiten el financiamiento a mediano y largo plazos de la

vivienda, es decir, las posibilidades de desarrollo del mercado de capitales y del sistema financiero en condiciones de estabilidad.

¿Si un país adopta un sistema monetario como el que adoptó Argentina no pierde un grado de libertad, es decir, una herramienta que se llama política monetaria que le permite crear crédito, ya sea para el gobierno o para el sector bancario? Para naciones como Argentina no existe tal pérdida de instrumentos cuando se adopta este régimen monetario. Para los grandes países como Estados Unidos, Alemania o Japón, se discute cuál es la efectividad de la política monetaria como no sea para mantener la estabilidad de precios. Hay economistas como el premio Nobel Bob Lucas, que dicen que la utilización de discrecionalidad en la política económica tratando de influir en la tasa real de interés, o en la demanda agregada, o en el ciclo económico, lo único que introduce es más inestabilidad, más ruido en el sistema y ningún efecto real duradero.

Algo muy importante se presenta cuando se transforman las economías: los cambios en la productividad. Si un país tiene cambios muy rápidos en su productividad, sobre todo en la producción de sus bienes comercializables, obviamente su moneda se va a apreciar mientras crecen en forma impresionante las exportaciones. No es que lo que determine el crecimiento de las exportaciones sea el tipo de cambio real sino la ganancia de competitividad, asociada con el aumento de la productividad, y como es tan impresionante el aumento de las exportaciones, la moneda no puede sino apreciarse frente a la moneda de otro país donde no hay un aumento de la productividad tan alto.

Nuestros países aspiran a tener un mejor nivel de vida para sus pueblos, a tener un ingreso per cápita mucho más alto, a cerrar la brecha con respecto al ingreso per cápita europeo, de América del Norte o de Japón. Eso sólo se consigue con un aumento de productividad

a lo largo de décadas, mucho mayor que el de las economías ya maduras. Esto ha sucedido en todos los países que han cerrado la brecha con otros. Por eso, la prescripción de que la herramienta para que un país crezca es el tipo de cambio real, o mantener una cierta regla de poder adquisitivo del dinero, es una regla para países que no quieren progresar.

Si yo creo que en Argentina puede haber un fenomenal aumento de productividad, me debo resignar a que la moneda va a ser mucho más fuerte de lo que era en otros términos, ya que los trabajadores van a tener sueldos e ingresos más parecidos a los de América del Norte. Mejor dicho, no me debo resignar, sino sentirme feliz porque la gente va a tener cada vez más un mejor nivel de vida y un mayor poder adquisitivo. Por supuesto que esto no debe producirse artificialmente, tiene que venir del aumento de la productividad, y de todo lo que se pueda hacer para mejorar la organización económica y enderezar las políticas: bajar los costos de producción, hacer que la inversión sea lo más eficiente y lo más económica posible, lograr que el trabajo se utilice eficientemente –para lo cual las normas tienen que ser flexibles–, no exagerar con los impuestos que gravan a la nómina salarial y que encarecen el costo del trabajo. Todo esto permite, en últimas, el aumento de la productividad.

Pero si adicionalmente el país ahorra cada vez más y esto permite un aumento sostenido de la tasa de inversión, imagínense lo que se puede lograr en términos de crecimiento. Entonces, en dos o tres décadas, en vez de ser el 20% del ingreso per cápita de Estados Unidos, puede pasar a ser el 40, el 50 o el 70%, dependiendo del ritmo al que se progrese y del tiempo. Mientras eso ocurre, la moneda se aprecia. Y si se pretende ir contra la corriente y evitar la apreciación de la moneda, lo único que se genera es más inflación, porque se empieza a indexar el tipo de cambio y se devalúa un poco; el gobierno tiene que entrar a comprar reservas, emitir dinero y permitir que la moneda se devalúe.

Pero como la gente quiere vivir mejor, como los salarios no pueden ser más bajos, se establece toda una espiral y finalmente terminamos viviendo con una inflación más alta; así, el aumento de la productividad es más bajo y hay menor apreciación real, pero a costa de un menor aumento de la misma. Si hay un bajo aumento de la productividad, la calidad de vida del pueblo disminuirá.

Desocupación en Argentina

El desempleo en Argentina aumentó durante el largo período de las reformas. En 1995 llegó al pico máximo del 18,4% y luego bajó. En mayo de 1996 fue del 17%, pero ya había sido de más del 12 o 13% cuando estábamos creciendo al 7, 8, 9% anual en 1994. La desocupación se presentó porque tuvimos que absorber un problema de desocupación disfrazada que se había generado en las décadas del ochenta y anteriores, y por el énfasis puesto en aumentar la productividad y organizarnos mejor; fue necesario que toda esa masa de trabajadores que no producían nada pero que tenían empleos en empresas públicas, se pasara a las actividades productivas, pero el crecimiento económico no alcanzó a crear los empleos necesarios para absorber a todos los que fueron llegando al mercado de la fuerza laboral. Sin embargo, eso ocurrió en particular porque no se dio la suficiente expansión a las actividades intensivas en mano de obra como, por ejemplo, la construcción, debido a que no había suficientes ahorros de largo plazo. Ahora se están empezando a desarrollar estas actividades, gracias a la reforma previsional y a otras reformas impositivas que alientan el ahorro de largo plazo, de manera que se va a poder resolver el problema hacia el futuro.

Después tuvimos que enfrentar el tema de la legislación laboral argentina. Bajamos los impuestos al trabajo, lo que debería haber ayu-

dado a que la desocupación no fuera tan alta, pero nos demoramos mucho en hacerlo porque como una parte de los fondos sobre la nómina salarial va al sistema previsional y otra parte va a las obras sociales –manejadas por los sindicatos–, entonces éstos se opusieron a la reducción de los impuestos al trabajo, hasta que finalmente la implementamos. Si lo hubiéramos hecho antes, tal vez habríamos reducido el problema de desocupación.

Pienso que en tres años más el desempleo va a estar mucho más bajo que ahora porque hoy se está presentando el fenómeno de las hipotecas y de la expansión de la construcción y además se están discutiendo todas las leyes laborales. No creo que el desempleo le vaya a quitar popularidad al gobierno en las próximas elecciones, a celebrarse en 1999, pero tampoco creo que el hecho de que haya bajo desempleo y baja inflación en 1999 asegure el triunfo del mismo partido político en las elecciones porque en Argentina, si no hubiera habido reelección del presidente, habría quedado claro que estos cambios son cambios institucionales que no dependen de los hombres.

Esto quiere decir que en Argentina hemos introducido cambios institucionales que en general han sido aceptados y que no son discutidos como tales por los partidos políticos, y no va a ser parte de la agenda electoral el abandonar o no la convertibilidad.

El régimen económico que se creó en Europa después de la posguerra pasó en todos los países por manos de socialdemócratas, socialcristianos, liberales, conservadores, y en general se mantuvieron las mismas reglas del juego, salvo algunas variantes marginales, pero no hubo un replanteamiento de la organización económica de esos países.

¿Eso significa que no va a haber motivo para discutir en las próximas elecciones? Sí va a haber motivo porque en Argentina, como en

otros países, tenemos varios temas en los que todavía no hemos introducido los cambios que necesitamos:

Nuestros sistemas judicial, de seguridad y de salud tienen numerosos problemas, en muchos casos más acentuados que en décadas anteriores; así mismo, el argentino quiere vivir mejor, en términos de tener más electricidad, pan, vivienda, seguridad, justicia, mejor sistema de salud; en fin, mejor calidad de vida. Afortunadamente la gente va incorporándose a la discusión de temas muy importantes para el progreso de los pueblos y de las sociedades. La gente ya no vota por lo que alguien propone sobre un tema que ya está resuelto; lo hace por lo que alguien ofrece para solucionar el tema que aún está por resolverse.

Eso es muy bueno, porque da lugar a una dinámica política que puede ser también buena para el país.

REFORMAS ECONOMICAS
Y MERCADOS ACCIONARIOS:
¿CAMBIOS CICLICOS
O PERMANENTES?

Carlos Caballero Argáez*

Presidente de la Bolsa de Bogotá

Juan Manuel Rojas Payán*

Asesor de la presidencia de la Bolsa de Bogotá

* Los autores agradecen los valiosos comentarios y la ayuda de Héctor Chaves, gerente técnico de la Bolsa de Bogotá, y de Alejandro González, director de Investigaciones Económicas de la misma entidad, en la obtención de información y en la discusión conceptual.

Introducción

Curiosamente, la relación entre las reformas económicas y el comportamiento del mercado no intermediado de capitales –es decir, el mercado de acciones en las bolsas– no se ha analizado en Colombia. En un repaso fugaz de la literatura colombiana sobre las reformas y sus impactos prácticamente no se habla del mercado público de valores; apenas se encuentra una mención a las disposiciones que, en la administración Gaviria, abrieron las puertas a la inversión extranjera de portafolio¹.

Sin embargo, un conjunto de trabajos relativamente recientes, analizados en detalle por la Misión de Estudios del Mercado de Capitales que concluyó sus trabajos en mayo de 1996, muestra con claridad que el desarrollo del mercado de acciones y, en particular, el incremento de la liquidez bursátil, se relaciona estrecha-

1. Ver, por ejemplo, *Hommes, Montenegro, Roda (coordinadores)*, Una apertura hacia el futuro, balance económico 1990-1994, Bogotá, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Departamento Nacional de Planeación, septiembre de 1994, o el documento de *Hommes* y un conjunto de sus colaboradores, además de los gerentes del Banco de la República, editado por Olga Lucía Acosta e Israel Fainboim, Las reformas económicas del gobierno del presidente Gaviria: una visión desde adentro, Bogotá, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, agosto de 1994. Únicamente Roberto Steiner y Olga Lucía Jaramillo, en un trabajo realizado en Fedesarrollo para las bolsas de valores en 1994, "Desarrollo reciente y perspectivas del mercado accionario en Colombia", señalan que la recuperación del mercado bursátil en la primera parte de los años noventa coincide con el inicio del proceso de apertura económica y la introducción de cambios importantes en la legislación. (mimeo, Fedesarrollo). Por otra parte, en Cárdenas y Rojas (1995), "El mercado accionario en la economía colombiana" (mimeo, Fedesarrollo), se hace un recuento de las reformas adoptadas durante la última década en favor del mercado de capitales no intermediado.

mente “con el crecimiento económico presente y futuro, con la acumulación de capital y con el incremento de la productividad”². Así mismo, se ha encontrado que ese mercado se expande y se internacionaliza como consecuencia de la eliminación de restricciones a los flujos de capital³.

En teoría, entonces, el desarrollo del mercado accionario en un país como Colombia debería constituir una prioridad de la política gubernamental como requisito para elevar la inversión y el crecimiento económico. Mientras más eficiente sea la transferencia de recursos del ahorro hacia la inversión –es decir, el mercado de capitales– habrá más fondos disponibles para invertir y, como resultado principal, un mayor crecimiento⁴. Por esta razón se justifica analizar el impacto de las reformas sobre el mercado accionario, y hasta qué punto los cambios que han tenido lugar en los mercados son consecuencia de ellas y de naturaleza estructural, o un fenómeno meramente cíclico y temporal. Esa es la intención de este documento, en el cual además se compara lo sucedido en Colombia con el comportamiento observado en un grupo de países de América Latina. De entrada hay que advertir que el tema debe ser objeto de una investigación mucho más exhaustiva.

Mercados accionarios de América Latina: evolución y tendencias

La literatura internacional mide el desarrollo de los mercados accionarios con base en una serie de indicadores estandarizados⁵, tales como los siguientes:

2. R. Levine y S. Zervos, “Policy, Stock Market Development and Long-Run Growth”, en *Stock Markets, Corporate Finance and Economic Growth, Part I*, World Bank Conference, February 16 and 17, 1995.

3. *Ibid.*, Part. II,

4. Ministerio de Hacienda, Banco Mundial, Fedesarrollo, “Misión de Estudios del Mercado de Capitales”, Informe Final, Santafé de Bogotá, mayo de 1996.

5. Cárdenas y Rojas (1995) analizan algunos de estos indicadores para promedios 1986-1993.

1. *Tamaño del mercado.* Este se mide utilizando la tasa de capitalización del mercado, que es igual al valor del número de acciones inscritas en una bolsa dividido por el Producto Interno Bruto. Otro indicador de tamaño es el del número de compañías inscritas en una bolsa a la cotización.
2. *Liquidez.* Fundamentalmente se refiere a la facilidad con la cual se compran y venden acciones en un mercado. Se mide dividiendo el valor total transado por el Producto Interno Bruto. Se utiliza también como indicador la bursatilidad (*turnover ratio*), que es igual al valor de las acciones transadas dividido por la capitalización del mercado.
3. *Riesgo.* Este indicador se calcula comparando la desviación estándar promedio para doce meses de los índices de las bolsas con la media de sus retornos.
4. *Concentración.* Para medir el grado de concentración del mercado se computa la participación de las diez acciones más transadas en una bolsa sobre el total transado, o se calcula la participación de la capitalización de las diez acciones más grandes sobre la capitalización total. Sin embargo, no existe un indicador internacional para medir la concentración de la propiedad accionaria; en Colombia se han estimado coeficientes Gini para calcularla.

La capitalización bursátil pasó de menos del 10% del PIB en el período 1983-1989 a cerca del 30% entre 1990 y 1994. El año de mayor dinamismo en los países latinoamericanos considerados fue sin duda 1991, cuando el incremento promedio de la capitalización bursátil superó el 130% con respecto al año anterior⁶. Con

6. Los países que observaron un mayor crecimiento en la región fueron Argentina y Brasil, cuya capitalización bursátil, en ambos casos, se incrementó en 215%; Colombia, cuya capitalización se elevó en 200%, y México, cuya capitalización subió en 150%.

todo, el promedio de la capitalización bursátil en el último período es similar al registrado por los países asiáticos entre 1983 y 1989 y un poco menos de la mitad del de estos últimos en el período más reciente, en el cual registran una capitalización promedio del 67% (ver cuadro 1).

El crecimiento de la capitalización bursátil en América Latina no se vio acompañado de una evolución similar en el número de compañías inscritas en bolsa. Es más, en algunos países este número ha caído –como sucedió en Argentina, en Colombia y en Venezuela–, en otros se ha estancado –como ocurrió en Brasil–, mientras que en Chile, México y Perú se elevó. El crecimiento del número de compañías inscritas ha sido mucho mayor en los países asiáticos y en algunos europeos, particularmente en Indonesia, en donde la variación en el período 1990-1994 fue positiva y del orden del 36% anual, y en Turquía, cuya variación en ese mismo período fue también cercana al 35% (ver cuadro 2). La mayor capitalización bursátil, entonces, debe explicarse por un aumento en las acciones emitidas por las mismas compañías inscritas o por incremento en los precios de las acciones, y no por el hecho de que se hubieran inscrito las acciones de más compañías en las bolsas de valores de la región.

Los indicadores de liquidez para los mercados accionarios de los países de América Latina contemplados en este trabajo muestran un aumento en el valor transado expresado como proporción del PIB, que se eleva a cerca del 6% entre 1990 y 1994, después de ser inferior al 2% entre 1983 y 1989. Esta evolución no es, sin embargo, tan notoria como la de la capitalización bursátil, lo que permitiría afirmar que el aumento en el tamaño del mercado no se vio acompañado de un incremento igualmente importante en la liquidez bursátil, al contrario de lo que ocurrió en los países asiáticos en donde la capitalización y el valor transado registran porcenta-

Cuadro 1
Promedio capitalización como porcentaje del PIB

América Latina	Capitalización/PIB			Variación anual promedio (%)		
	83-95	83-89	90-95	83-95	83-89	90-95
Argentina	6,51	2,73	10,92	38,6	36,2	40,9
Brasil	14,93	11,64	18,78	33,7	18,9	48,5
Chile	56,19	22,40	95,61	24,8	22,5	27,0
Colombia	7,31	2,42	13,00	28,5	12,8	44,2
México	19,74	5,04	36,90	37,4	41,3	33,6
Perú	7,28	3,90	10,09	34,5	9,9	50,9
Venezuela	9,97	5,92	13,35	35,8	14,5	50,0
Promedio	17,27	7,75	28,38	32,5	22,8	42,2
Asia del Este	83-94	83-89	90-94	83-94	83-89	90-94
Corea	32,40	25,47	42,10	29,4	56,4	-3,0
Filipinas	23,06	9,00	42,75	53,2	59,4	45,7
Taiwan, China	62,47	53,37	75,21	33,6	58,0	4,4
Indonesia	6,51	0,46	14,98	120,9	151,1	84,8
Malasia	125,63	67,30	207,30	17,6	8,6	28,3
Paquistán	10,44	5,28	17,67	22,1	8,6	38,2
Tailandia	34,74	11,84	66,81	41,4	52,3	28,4
Promedio	42,18	24,67	66,69	45,5	56,4	32,4
Europa	83-94	83-89	90-94	83-94	83-89	90-94
Grecia	10,74	5,70	17,79	33,2	45,5	18,4
Portugal	12,40	10,21	15,47	89,1	161,5	2,3
Turquía	8,69	3,17	18,36	84,9	90,7	76,3
Promedio	10,11	6,36	16,67	71,4	99,2	29,7

jes similares si se expresan con respecto al PIB (ver cuadro 3). Compárese, por ejemplo, el comportamiento de los mercados de Taiwan y de Malasia con cualquiera de los latinoamericanos incluidos en el cuadro y se comprenderá por qué esos mercados son más atractivos para los inversionistas extranjeros que los de América Latina.

Los índices de bursatilidad confirman lo encontrado con respecto a los indicadores de liquidez. Para el conjunto de los países

Cuadro 2
Promedio de compa1as inscritas en bolsa

Am3rica Latina	N3mero			Variaci3n n3mero (%)		
	83-96	83-89	90-96	83-96	83-89	90-96
Argentina	189	213	166	-3,4	-4,7	-2,4
Brasil	559	562	556	0,7	2,7	-1,1
Chile	234	215	253	2,4	0,1	4,4
Colombia	109	120	98	-2,2	-12,1	6,4
M3xico	186	176	197	1,6	4,1	-0,5
Per3	237	205	260	4,7	12,7	0,1
Venezuela	86	94	79	-0,6	-10,1	6,2
Promedio	231	232	230	0,24	-1,7	1,9
Asia del Este	83-94	83-89	90-94	83-94	83-89	90-94
Corea	526	411	687	7,5	11,9	2,3
Filipinas	158	140	171	-0,3	-5,2	5,6
Taiwan, China	188	144	255	9,3	7,3	11,6
Indonesia	84	30	162	31,1	27,3	35,7
Malasia	287	231	371	8,2	3,5	13,8
Paquist3n	471	382	607	7,6	5,1	10,5
Tailandia	196	123	306	14,9	12,6	17,5
Promedio	273	207	366	11,2	8,9	13,9
Europa	83-94	83-89	90-94	83-94	83-89	90-94
Grecia	131	116	152	7,1	0,9	14,6
Portugal	130	101	186	29,0	52,0	1,5
Turqu3a	101	48	143	24,5	8,3	34,1
Promedio	126	102	160	20,4	23,4	16,7

asi3ticos la capitalizaci3n burs3til equivale, en t3rminos pr3cticos, al valor transado en un a1o, situaci3n que no tiene lugar en Am3rica Latina en donde la capitalizaci3n burs3til supera en m3s de tres veces el valor transado en un a1o (ver cuadro 4). Los pa3ses con mercados m3s activos en el per3odo 1990-1994, es decir, de mayor bursatilidad, son Argentina, M3xico y Brasil, seguidos de cerca por Venezuela y Per3 y, de lejos, por Colombia y Chile. El caso de este 3ltimo pa3s es particularmente interesante por cuanto registra la mayor capitalizaci3n burs3til en la regi3n y la menor

bursatilidad o rotación, si se quiere, de las acciones inscritas. Debe tenerse en cuenta que, de acuerdo con la clasificación de la Corporación Financiera Internacional, Argentina, México y Brasil son países sin ninguna restricción a la entrada y a la salida de inversiones de portafolio, mientras que en el caso de Chile y de Colombia sí existen algunas limitaciones⁷.

Cuadro 3
Promedio valor total transado como porcentaje del PIB

	Valor total transado/PIB			Variación anual promedio (%)		
	83-95	83-89	90-95	83-95	83-89	90-95
América Latina	83-95	83-89	90-95	83-95	83-89	90-95
Argentina	2,75	0,87	4,95	77,1	79,7	74,4
Brasil	7,32	5,73	9,17	43,5	29,6	57,3
Chile	4,73	1,64	8,33	62,3	80,1	44,4
Colombia	0,79	0,17	1,52	36,5	7,9	65,0
México	8,26	3,40	13,93	50,7	64,8	36,6
Perú	1,92	0,43	3,15	90,0	67,5	105,1
Venezuela	1,76	0,31	3,46	164,9	48,2	281,7
Promedio	3,91	1,81	6,36	73,6	52,2	94,9
Asia	83-94	83-89	90-94	83-94	83-89	90-94
Corea	32,14	20,41	48,57	45,7	73,2	12,8
Filipinas	5,04	2,35	8,82	72,7	95,8	45,0
Taiwan, China	187,91	146,38	246,05	68,1	124,9	0,1
Indonesia	1,96	0,08	4,60	4.262,8	7.705,0	132,1
Malasia	47,81	9,66	101,22	78,6	36,6	129,0
Paquistán	1,59	0,56	2,83	35,8	-0,3	72,0
Tailandia	25,80	6,37	53,01	58,8	81,4	31,7
Promedio	43,23	26,65	66,44	659,5	1.158,8	60,4
Europa	83-94	83-89	90-94	83-94	83-89	90-94
Grecia	2,03	0,40	4,31	169,1	45,5	317,4
Portugal	2,94	1,61	4,81	261,0	188,0	348,6
Turquía	4,22	0,23	10,21	468,6	26,8	1.020,8
Promedio	2,69	0,74	6,10	272,7	85,5	497,4

7. IFC, Emerging Stock Markets Fact Book 1995, Washington, D.C., 1995, p. 265.

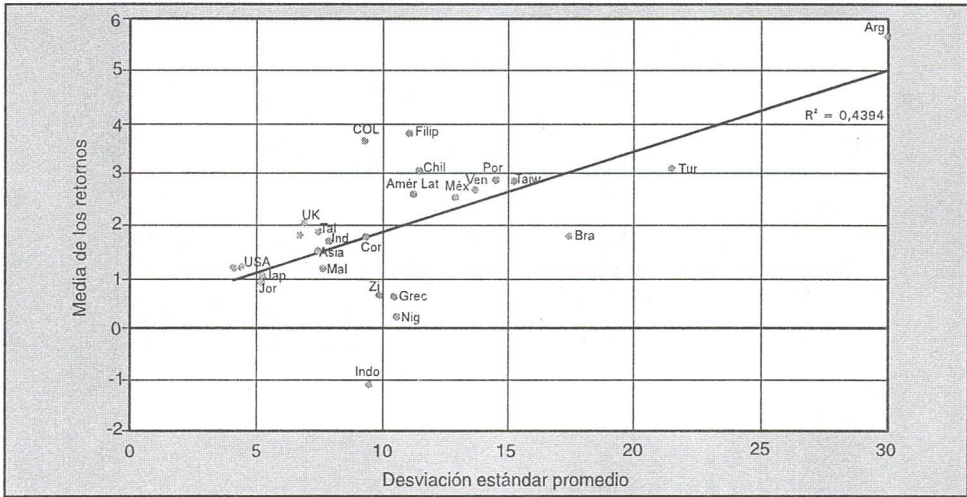
Por otra parte, en el gráfico 1 se muestra la relación positiva que existe entre rentabilidad y riesgo, es decir, el indicador internacional de riesgo de los diferentes mercados. Puede observarse cómo el mercado de Argentina fue el de mayor riesgo en el período 1985-1992 y, simultáneamente, el de mayor rentabilidad, mientras que el de Colombia fue, por el contrario, el de menor desviación estándar en el continente –riesgo–, pero con una rentabilidad bastante por encima de la promedio de un conjunto amplio de países, lo cual puede considerarse como una señal de ineficiencia.

Cuadro 4
Promedio índice de bursatilidad

	Capitalización/ Valor total transado			Variación anual promedio (%)		
	83-94	83-89	90-94	83-94	83-89	90-94
América Latina	83-94	83-89	90-94	83-94	83-89	90-94
Argentina	33,17	23,50	44,78	26,0	35,6	16,3
Brasil	39,85	42,53	36,62	18,6	-2,2	39,4
Chile	7,62	7,52	7,74	29,8	56,0	3,7
Colombia	8,17	6,37	10,34	16,9	5,5	28,2
México	63,01	80,48	42,04	7,6	7,6	7,7
Perú	21,73	13,00	26,96	34,9	16,0	49,0
Venezuela	19,58	7,13	29,54	88,7	27,2	125,5
Promedio	27,87	27,52	28,29	31,5	22,2	40,7
Asia	83-94	83-89	90-94	83-94	83-89	90-94
Corea	107,19	95,73	120,94	14,1	11,1	17,0
Filipinas	26,83	30,50	22,42	26,4	45,3	7,6
Taiwan, China	267,94	236,58	305,56	29,0	63,8	-5,8
Indonesia	25,35	8,63	45,40	160,7	316,7	4,6
Malasia	28,51	14,75	45,02	44,4	41,3	47,6
Paquistán	13,42	11,33	15,92	10,3	-8,5	29,1
Tailandia	79,53	62,33	100,16	18,4	35,9	1,0
Promedio	78,39	65,70	93,63	43,3	72,2	14,4
Europa	83-94	83-89	90-94	83-94	83-89	90-94
Grecia	12,59	6,97	19,34	64,5	100,0	29,1
Portugal	22,62	13,98	32,98	49,6	82,9	16,3
Turquía	41,01	7,60	67,74	66,5	126,6	42,4
Promedio	23,17	9,14	40,02	68,9	108,6	29,3

En general los mercados de América Latina son de mayor riesgo y rentabilidad que los asiáticos. El de Colombia sería, entonces, un mercado con una rentabilidad como la de los latinoamericanos y con un riesgo similar al de los mercados asiáticos.

Gráfico 1
Rentabilidad* y riesgo en algunos mercados
accionarios (1985-1992)



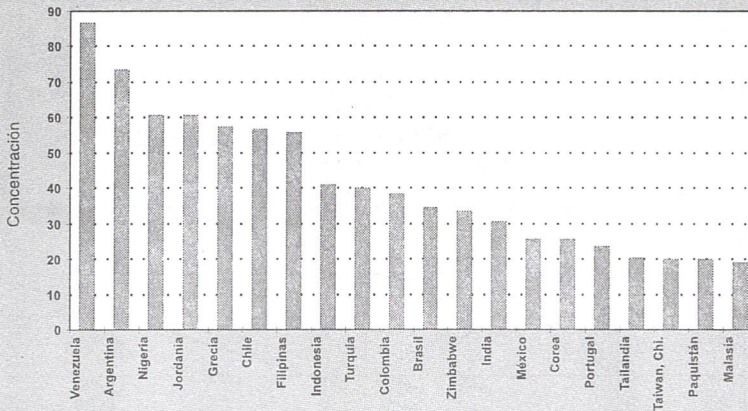
*Retornos en dólares.

Fuente: Claessens, Dasgupta y Glen (1995), citado por Cárdenas y Rojas (1995).

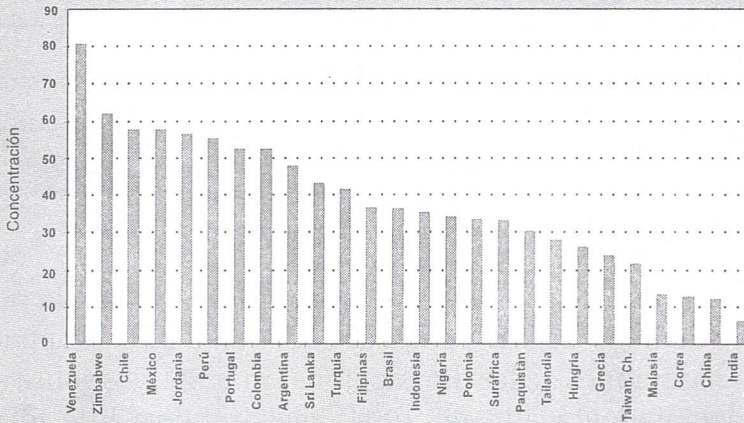
Los indicadores de concentración, por su parte, sitúan la muestra de países de América Latina entre aquellos en los cuales el porcentaje de transacciones de las diez acciones más activas sobre el total de transacciones era alto en 1994, registrando Chile el mayor porcentaje, cerca de 60%, y Brasil el menor, aproximadamente un 35% (ver gráfico 2). En términos generales, con excepción de Argentina, la concentración medida de esta manera se mantuvo o se incrementó entre 1990 y 1994. En el caso de las diez empresas con mayores capitalizaciones, la dispersión era un poco mayor en 1994, aunque, de todas maneras los índices oscilaban entre el 40 y el 60% (ver gráfico 3). En Colombia y en Argentina se presentó una

Gráfico 2

Economías emergentes: concentración de mercado. Diez acciones más activas como proporción del valor total transado, 1990



Economías emergentes: concentración de mercado. Diez acciones más activas como proporción del valor total transado, 1994

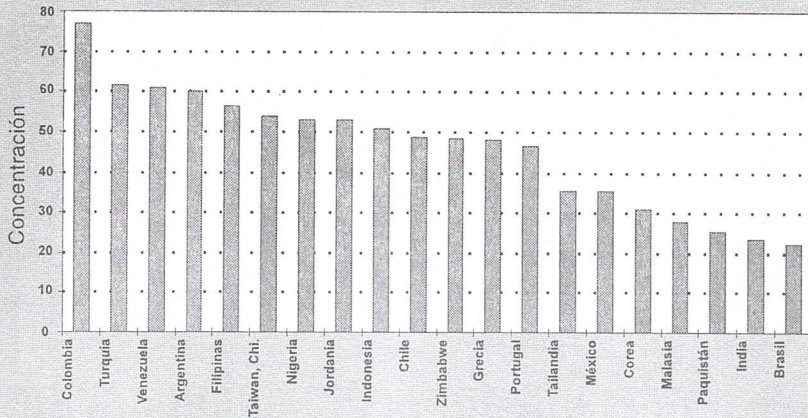


mejora en este índice entre 1990 y 1994, y nuevamente se observaron concentraciones muy inferiores en los países de Asia.

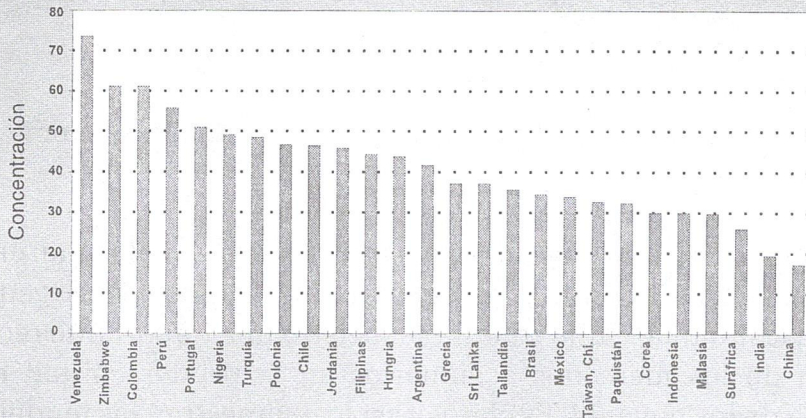
Por último, un indicador global de desarrollo de los mercados de capitales para 1994 –construido por la Misión de Estudios del Mercado de Capitales–, que se basa en las desviaciones de cada

Gráfico 3

Economías emergentes: concentración de mercado. Diez acciones más grandes como proporción del valor total transado, 1990

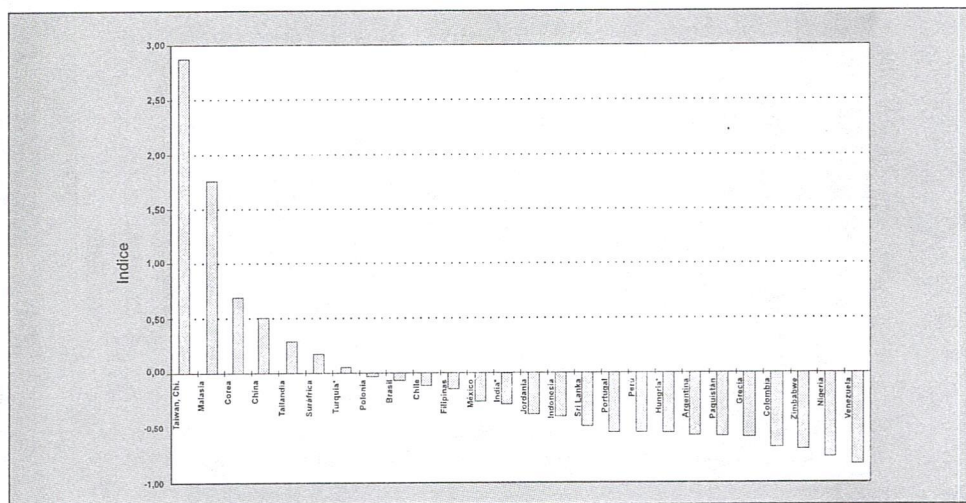


Economías emergentes: concentración de mercado. Diez acciones más grandes como proporción del valor total transado, 1994



indicador en cada país frente a la media internacional (se incluyeron 26 economías emergentes), sitúa los mercados de acciones de América entre el grupo de los menos desarrollados y por debajo de los países del sureste asiático (particularmente Taiwan, Malasia, Corea, China y Tailandia). En orden de importancia el primero es Brasil, seguido de Chile, Perú, Argentina y Colombia, cuyo índice

Gráfico 4
Índice de desarrollo del mercado de capitales
(incluye concentración), 1994



Fuente: Cárdenas y Rojas, 1995.

sólo es mejor que el de Venezuela, Nigeria y Zimbabwe (ver gráfico 4)⁸.

En general, el análisis de estos indicadores señala que en los países de América Latina considerados en este trabajo –Argentina, Brasil, Colombia, Chile y Perú– se registró una importante recuperación de los mercados accionarios en la primera mitad de la década de los noventa. Es claro, y así lo demuestran las tendencias internacionales de los últimos tres lustros, que las economías más desarrolladas cuentan con mercados accionarios más grandes, más líquidos y menos concentrados. También es claro que existe una relación negativa entre concentración y tamaño de los mercados bursátiles y entre concentración y liquidez (ver gráficos 5 y 6);

8. *Ibid.*, p. 23.

Gráfico 5
Capitalización bursátil / PIB y concentración
1990 -1994

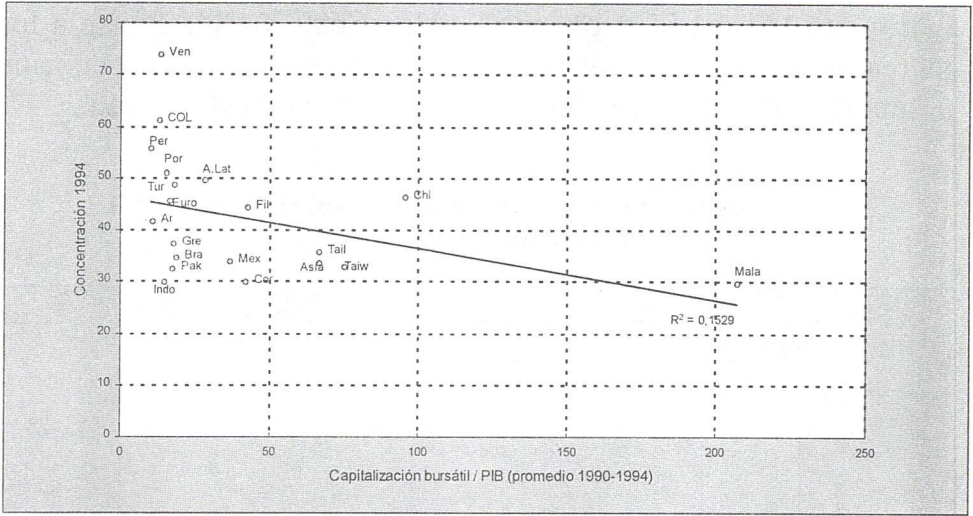
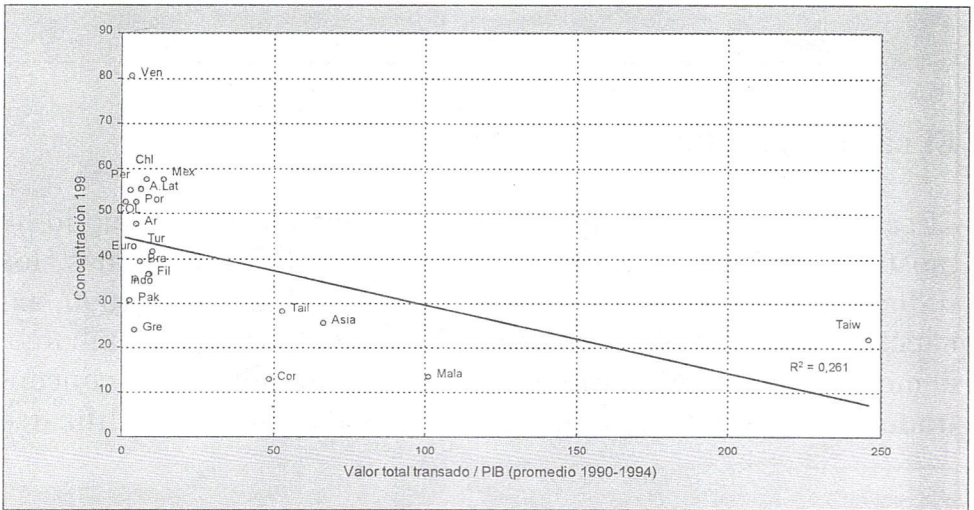
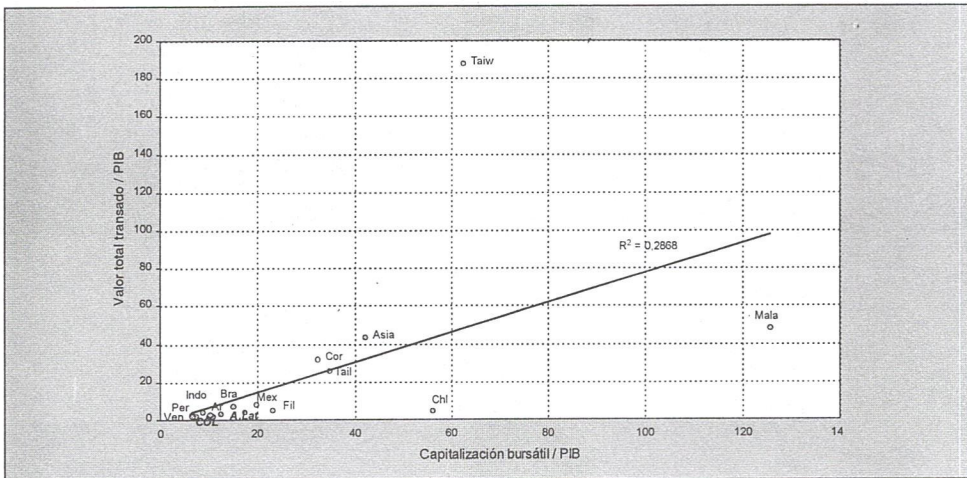


Gráfico 6
Valor total transado / PIB y concentración
1990 -1994



en cambio, hay una relación positiva entre liquidez y tamaño (capitalización) de los mercados accionarios (ver gráfico 7). En los gráficos se confirman estas relaciones y se sitúa a la América Latina, en todos los casos, en posición desfavorable frente a los mercados emergentes asiáticos, lo cual indica que hay un enorme potencial para el desarrollo de los mercados de esta región.

Gráfico 7
Capitalización bursátil / PIB y valor total transado / PIB
Promedios 1983 -1995



El caso colombiano

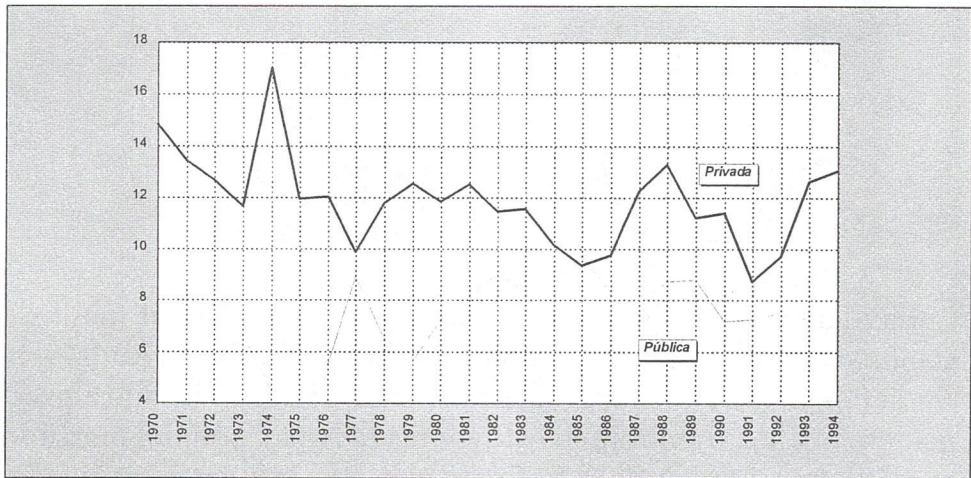
El caso de Colombia es particularmente interesante. Como lo ha mostrado la Misión de Estudios del Mercado de Capitales, los indicadores evolucionan satisfactoriamente a partir de 1990, excepción hecha del relacionado con la concentración; sin embargo, el mercado es todavía “pequeño, poco líquido y altamente concentrado”⁹. No obstante, a pesar de un desempeño que debe calificarse

9. Ibid., p. 22.

de positivo, se tiene la impresión de que no se ha registrado una modificación estructural que condujera a una expansión de carácter permanente en el mercado accionario.

La inversión privada aumentó de manera muy importante en Colombia a partir de 1991. La tasa de crecimiento real promedio durante el período 1990-1994 fue del 20,4%, cifra que contrasta muy favorablemente con la evolución de las dos décadas anteriores, caracterizada por una caída sostenida del ritmo de inversión privada y un aumento en el de la inversión pública, fenómenos que han sido ampliamente documentados (ver gráfico 8)¹⁰.

Gráfico 8
Inversión privada y pública: 1970 -1994
(como porcentaje del PIB)



Simultáneamente el ahorro privado, que había registrado gran estabilidad –expresado como porcentaje del Producto Interno Bruto entre 1972 y 1990 (alrededor del 14%) – cayó súbitamente,

10. *Ibid.*, p. 30. La Misión recogió gran parte de la literatura colombiana sobre determinantes de la inversión en el país a partir de 1950.

alcanzando un nivel de 8% en 1993-1994 (gráfico 9). De acuerdo con estudios recientes, esta caída estaría asociada al deterioro del ingreso disponible de los colombianos, más que a un aumento en el consumo de los hogares –como se había estimado inicialmente– y a la reducción en la tasa de ahorro de las empresas¹¹.

Gráfico 9
Ahorro privado, público y externo 1970 -1994
(como porcentaje del PIB)



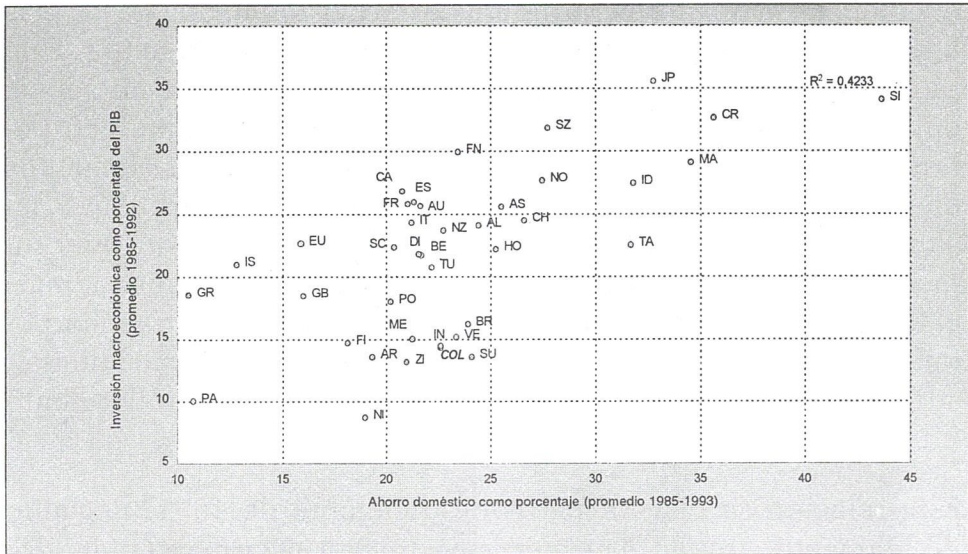
Coinciden en el tiempo, por tanto, la recuperación del mercado accionario, el incremento notable de la inversión privada y la caída del ahorro, lo cual señalaría, a primera vista, que de alguna manera el ahorro interno ni estuvo tras la expansión del mercado bursátil entre 1991 y 1994, ni financió la mayor inversión privada. Si esta hipótesis es correcta, el comportamiento del mercado accionario y la elevación del ritmo de inversión privada serían

11. Ver Alejandro López, Carolina Gómez y Norberto Rodríguez, La caída de la tasa de ahorro en Colombia durante los años noventa: evidencia a partir de una base de datos para el período 1950 - 1993, *Banco de la República, Borradores Semanales de Economía*, No. 57, mimeo, 1996, y Fabio Sánchez, Guillermo Murcia y Carlos Oliva, "Auge y colapso del ahorro empresarial en Colombia 1983-1994", en *Ahorro, crecimiento y ciclo económico*, Vol. XXVII, Bogotá, Planeación y Desarrollo, Departamento Nacional de Planeación, enero-marzo de 1996.

atribuibles a causas específicas, ajenas a la evolución del ahorro privado, lo cual, a su turno, podría indicar que se trata de fenómenos temporales por cuanto, como se ha establecido claramente en la teoría, en el largo plazo la inversión y el ahorro doméstico se encuentran correlacionados positivamente y la única forma de sostener altas tasas de inversión es elevando el ahorro doméstico (ver gráfico 10)¹².

Por consiguiente, resulta necesario analizar las causas del comportamiento bursátil, de un lado, y las fuentes del financiamiento de la inversión privada, de otro.

Gráfico 10
Inversión macroeconómica y ahorro doméstico
(como porcentaje del PIB)



12. La Misión de Estudios del Mercado de Capitales cita un trabajo de Feldstein y Horioka (1980) en el cual se encuentra que, para horizontes de tiempo suficientemente largos, los cambios en el ahorro doméstico se reflejan sobre la inversión; por esto se afirma que esta conclusión es aplicable al caso colombiano hasta fines de los años sesenta, cuando el país comenzó a tener acceso a fuentes de financiamiento externo diferentes de la banca multilateral. Op. cit., pp. 28 a 31.

Una explicación del comportamiento bursátil en Colombia, 1990-1996

A partir del segundo semestre de 1991 el mercado de acciones adquirió un gran dinamismo en Colombia. En particular, entre octubre de 1991 y febrero de 1994 el índice de la Bolsa de Bogotá se multiplicó por ocho en términos nominales¹³.

Es interesante mencionar que a lo largo de la década de los ochenta el mercado colombiano se caracterizó por su pequeñez y, en buena parte, por su depresión. La capitalización bursátil era de 3,3% en septiembre de 1990 (el promedio para el período 1983-1989 había sido de 2,42%), inferior a las de Argentina, Chile y Brasil¹⁴.

Igualmente, la relación entre el precio comercial de una acción y el precio de la misma en libros era de 0,51 en 1990, una de las más bajas de la región y del conjunto de los mercados emergentes. Este punto debe resaltarse por cuanto indicaba el nivel de eficiencia del mercado como quiera que, al ser bajo, no se estaban incorporando en la cotización de las acciones en bolsa todos los elementos que se requerían para valorizarlas adecuadamente. De ahí que, en su momento, se considerara en la misma Bolsa de Bogotá que “un mercado eficiente tendría un indicador superior a la unidad, pues el numerador, es decir, la cotización de la acción, debería incorporar todos los elementos del denominador, el valor patrimonial, adicionado en los elementos dinámicos del desenvolvimiento futuro de la empresa”¹⁵.

Esta relación se eleva a partir de diciembre de 1991, llegando rápidamente a tres en el primer semestre de 1992 y manteniéndose

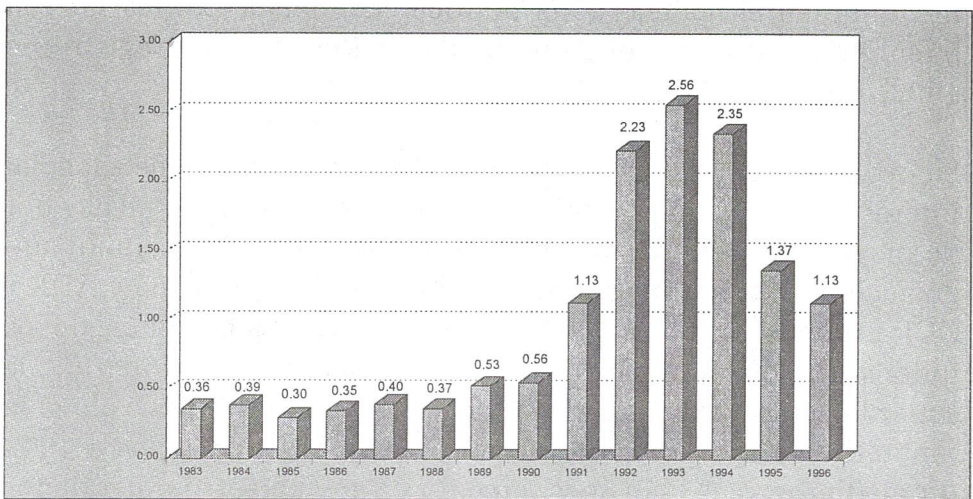
13. El 1º de enero de 1991 el IBB se situó en 113,67 y el 20 de febrero de 1994 alcanzó un nivel de 1.046,6.

14. Ver “Relación cotización en bolsa / Valor en libros de las acciones”. Resumen semanal, Bogotá, Bolsa de Bogotá, octubre 7 de 1991.

15. Ibid.

en un nivel alto en los siguientes dos años –hacia abril de 1994 alcanzaría 3,5–, para después descender y situarse actualmente en 1,2 (ver gráfico 11). El mercado, entonces, valoró mejor las empresas a partir de 1991 de lo que lo había hecho en el pasado, lo cual indicaría que entraron en juego nuevos factores en la demanda de acciones, como en efecto sucedió. El primer fondo de inversión extranjera se aprobó el 28 de noviembre de 1991, a sólo un mes de la expedición de la Resolución 51 de 1991 por parte del Conpes en ejercicio de las facultades de la Ley 9 de 1991, que reformó las normas cambiarias.

Gráfico 11
Relación precio del mercado/valor en libros
1983 - 1996



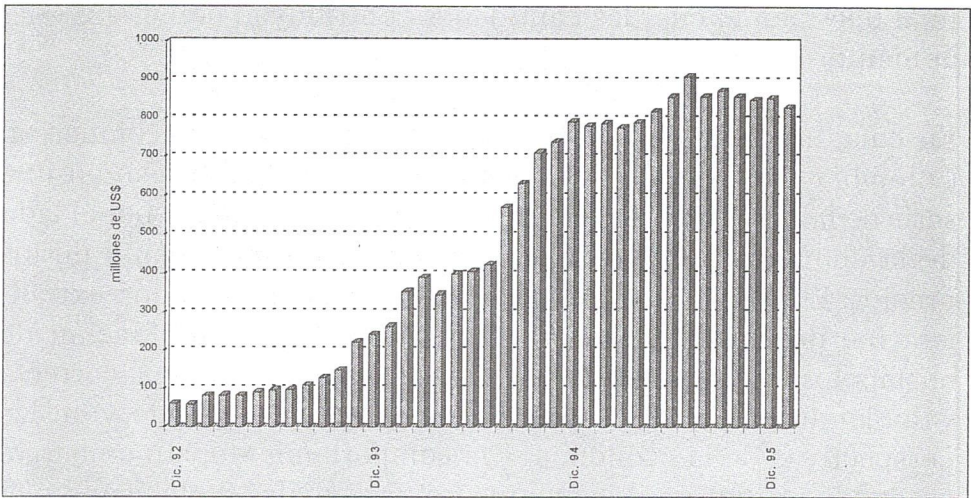
Por otra parte, a partir de 1991 se eliminó el impuesto de patrimonio, con lo cual dejó de existir el incentivo para mantener subvaluadas las empresas colombianas, lo que incidió en el incremento en los precios de las acciones. Adicionalmente, a partir de ese año se reforzó la reducción del sesgo en contra de la capitalización y a

favor del endeudamiento; la reforma tributaria de ese a1o exceptu3 de la renta gravable y del r3gimen de ganancias ocasionales las utilidades generadas por la venta de acciones a trav3s de las bolsas de valores. En general, se les dio un fuerte espaldarazo a los inversionistas institucionales –fondos de pensiones y cesant3as, fondos de valores administrados por las firmas comisionistas, fondos mutuos de inversi3n, fondos comunes de inversi3n y fondos de inversi3n extranjera– al tratarse como entes no contribuyentes, transfiri3ndose esta obligaci3n a los inversionistas individuales. Todas estas disposiciones, adem3s del ambiente de confianza en el futuro del pa3s y de su econom3a que trajo consigo la aprobaci3n de una nueva Constituci3n a mediados de 1991, que se complementar3a unos meses m3s tarde con la puesta en marcha de la nueva Junta del Banco de la Rep3blica y el cambio que se introdujo en el manejo de la pol3tica econ3mica explicar3an, en buen grado, el auge del mercado de acciones que se registr3 en 1992, 1993 y 1994.

La evoluci3n de los fondos de inversi3n extranjera tiene especial inter3s por el r3pido aumento que se dio en su n3mero y en el valor de sus inversiones en papeles de empresas colombianas, incluyendo acciones ordinarias adquiridas en las bolsas del pa3s, y ADR y GDR negociados en el exterior (ver gr3fico 12). La presencia de los fondos dinamiz3, sin lugar a dudas, el mercado accionario. De acuerdo con un trabajo reciente, la entrada de los fondos elev3 la rentabilidad de la Bolsa de Bogot3. Los retornos previos a 1991 promediaron 0,5% por mes, cuando en los pa3ses desarrollados eran superiores al 1,0%. Con posterioridad a enero de 1991 el retorno promedio en Bogot3 subi3 a 3,1%, tres veces la rentabilidad obtenida en los Estados Unidos. Estos flujos tuvieron un impacto sobre la volatilidad del mercado en el per3odo julio de 1992- julio de 1995, factor considerado por algunos investigadores internacionales como un s3ntoma de ineficiencia del mercado. El

análisis muestra también que, con posterioridad a las reformas económicas de principios de la década, se presentó una fuerte predecibilidad de los retornos en la Bolsa de Bogotá lo cual es, igualmente, señal de ineficiencia¹⁶.

Gráfico 12
Inversión extranjera de portafolio en Colombia 1992 - 1996



A 31 de octubre de 1996 operaban en el país 175 fondos y el valor transado por éstos constituyó en los primeros ocho meses de 1996 el 36,1% del valor total transado en acciones en la Bolsa de Bogotá.

El comportamiento de los volúmenes negociados en acciones en lo corrido de la década de los noventa se explica, fundamentalmente, por el aumento de los precios; en efecto, del total transado en estos cinco años y diez meses, cerca de un 66% se atribuye al incremento en los precios y el resto al aumento de las cantidades. Esta conducta fue especialmente notoria entre 1991 y 1994, años du-

16. Carlos F. Jaramillo y Diego Villamizar, *The Effects of Deregulation and Foreign Capital Inflows on Stock Market Performance: The Case of the Bogotá Exchange*, mimeo, Fedesarrollo, 1996.

rante los cuales el aumento de las cantidades explica menos del 30% de la variación en los valores transados. En 1995 y lo corrido de 1996 las proporciones se invierten; en 1995 se produjo una reducción de más o menos el 50% en el valor, explicado, infortunadamente, por menores cantidades transadas (61% de esa variación). En los primeros diez meses de 1996 se ha visto un leve incremento del mercado con respecto del año anterior, equivalente al 0,8%, en el cual las cantidades contribuyen con el 48% del aumento.

En conclusión, el comportamiento del mercado de acciones en Colombia a lo largo de los años noventa tiene su origen en una serie de factores que generaron favorables expectativas por el lado de la demanda y que se manifestaron en un incremento de los precios. Entre éstos, la apertura a los fondos de inversión extranjera fue de la mayor importancia, junto con la eliminación de obstáculos de carácter impositivo que impedían una correcta valoración de las empresas y la mejora en el ambiente y en las perspectivas de la economía. Ese comportamiento, sin embargo, no puede atribuirse a elementos fundamentales de la economía, como quiera que el ahorro privado interno cayó y la inversión privada se financió, en gran parte, con recursos del ahorro externo.

Financiamiento de las empresas en Colombia, 1990-1994

La primera mitad de la década actual es un período sumamente interesante desde el punto de vista del financiamiento de las empresas colombianas, tal como se desprende del Informe Final de la Misión de Estudios del Mercado de Capitales y de los trabajos más recientes sobre el tema¹⁷.

17 Ver Sánchez et al., op. cit.

El análisis de las fuentes y usos de recursos por parte de las empresas entre 1983 y 1994 –separando el período que va desde 1983 hasta 1991 y aquel entre 1992 y 1994– señala un menor empleo de las utilidades retenidas como fuente de financiación de la inversión entre 1992 y 1994, en comparación con lo sucedido en los años ochenta, y un mayor uso de recursos de crédito tanto interno como externo por parte de las firmas. Esta parecería haber sido una consecuencia del proceso de apertura económica y liberalización financiera. La disminución en la tasa de ahorro fue “completamente compensada” por un incremento en el crédito interno, cuando en años anteriores los estudios muestran que dichas reducciones eran sólo “parcialmente compensadas” por incrementos en el crédito interno¹⁸. Así entonces, la eliminación de las restricciones en el acceso al crédito, tanto interno como externo, habría causado la modificación en la relación ahorro/utilidades de las firmas, “que se situó alrededor del 50% en los años ochenta y cayó a niveles cercanos al 20% en 1994”¹⁹. La menor importancia de las utilidades retenidas por las empresas como fuente de financiación de la inversión se consigna también en los resultados de la Misión de Estudios del Mercado de Capitales, siendo posible observar, simultáneamente, un cambio en la estructura del endeudamiento a favor del de corto plazo²⁰.

Estos resultados son consistentes con la evolución de las principales variables financieras y macroeconómicas. El comportamiento de la cartera del sector financiero es suficientemente conocido, lo mismo que el crecimiento del endeudamiento privado externo y la brecha que se generó entre la inversión y el ahorro privados, expresados como porcentaje del PIB; en efecto, la relación de la

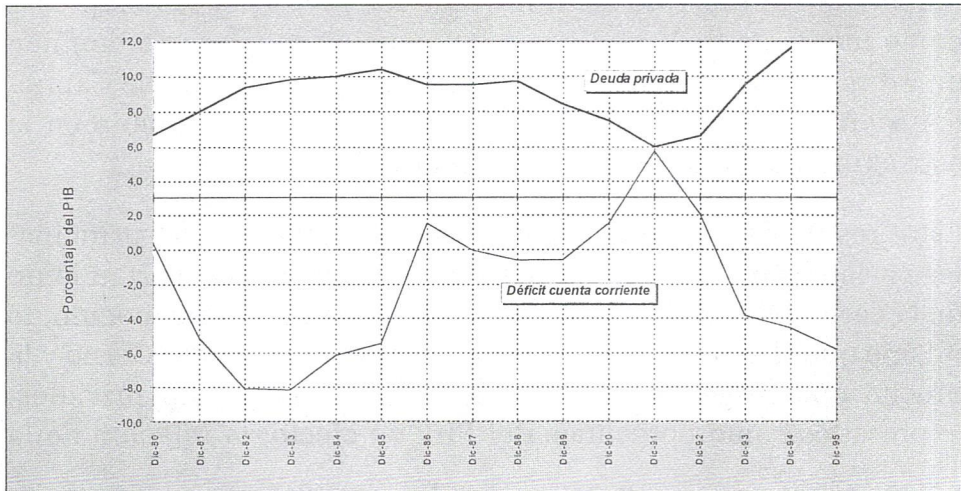
18. *Ibid.*, p. 29.

19. *Ibid.*, p. 31.

20. Ver cuadro IV-1, *Informe Final, Misión de Estudios del Mercado de Capitales*, op. cit., p. 52.

cartera de créditos de la banca colombiana al PIB pasó de 26,8% en 1991 al 45,7% en 1995, ubicándose hoy en día en cerca del 45,9%²¹. A su vez, la cuenta corriente de la balanza de pagos ha sido deficitaria desde 1992. En 1995 ese déficit fue equivalente al 5,4% del PIB y para 1996 se estima en 5,0%, y se ha cubierto tanto con recursos de inversión extranjera directa como con endeudamiento externo (ver gráfico 13). En este endeudamiento viene pesando, de manera importante, la deuda externa privada contratada directamente por las empresas con entidades financieras del exterior o con entidades de crédito colombianas. El saldo de la deuda externa privada, que incluye tanto la de corto como la de mediano y largo plazos, pasó de US\$2.532 millones en 1991 (un 14,6% de la total) a US\$9.527 en diciembre de 1995 (un 38,6% de la total y cerca de un 15% del PIB)²².

Gráfico 13
Deuda externa privada y déficit en cuenta corriente
(como porcentaje del PIB)



21. "Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República", Notas Editoriales, Revista del Banco de la República, Vol. LXIX, No. 825, julio de 1996.

22. Op. cit.

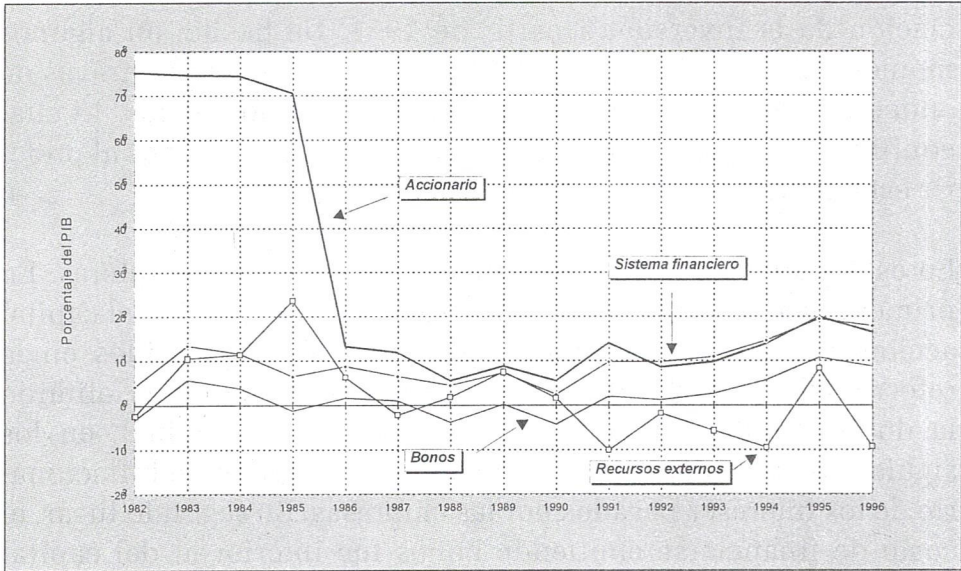
Una mirada a la evolución del costo de capital incluida en el gráfico 14 muestra con enorme claridad cómo el mayor acceso al endeudamiento externo se tradujo en un menor costo de la financiación de la inversión a partir de 1991. De hecho, en algunos momentos del período 1990- 1996 el costo del capital a través de endeudamiento externo es negativo en términos reales, lo cual confirma la racionalidad de los empresarios colombianos al preferir esta alternativa de financiación.

En este gráfico pueden observarse varios aspectos de interés. En primer lugar, la muy significativa reducción en el costo del capital accionario como consecuencia de los cambios incluidos en la reforma tributaria de 1986, Ley 75, que, entre otras cosas, eliminó la doble tributación y autorizó la eliminación gradual, en los siguientes cinco años, de la deducción al componente inflacionario de los intereses pagados por las empresas. En segundo lugar, el costo de financiarse emitiendo bonos fue inferior al del capital accionario y el de la deuda con el sistema financiero colombiano en el período contemplado (ver gráfico 14), pero superior, a partir de 1991, al costo del endeudamiento externo²³.

En consecuencia, en 1992 se equilibrarían el costo de financiarse a través de acciones con el de hacerlo vía endeudamiento doméstico. De hecho, por primera vez en muchos años, el costo del capital accionario se colocó por debajo del costo del endeudamiento interno gracias al encarecimiento de este último al entrar en vigencia los ajustes integrales por inflación. Sin embargo, justo en el momento en el cual el costo del capital accionario se hizo competitivo, apareció el endeudamiento externo privado como la opción de financiación empresarial más barata y atractiva.

23. La metodología utilizada para el cálculo del costo de capital es la empleada por Alejandro González y Ximena Lombana, en *Motivación de los agentes y concurrencia al mercado de recursos de financiamiento, 1993*.

Gráfico 14
Costo de capital real
1982 - 1996



En síntesis, la financiación de los proyectos de inversión privados ejecutados por las empresas colombianas en la primera mitad de la década de los noventa corrió de manera importante por cuenta del crédito externo, al relajarse las restricciones para el acceso al mismo como consecuencia de las medidas de liberalización financiera adoptadas por el gobierno, como parte del programa de apertura e internacionalización de la economía colombiana de la administración Gaviria. El programa y las condiciones del entorno dentro del cual se desarrolló generaron una buena dosis de confianza en las perspectivas de mediano plazo de la economía colombiana, que se vio reforzada por los hallazgos petroleros, y que, al haber modificado las expectativas cambiarias, hizo atractivo el financiamiento externo de las empresas a costos inferiores a los que se obtenían en el mercado doméstico de capitales.

¿Qué pasó en América Latina?

Lo sucedido en Colombia no se diferenciaría sustancialmente de lo ocurrido en los mercados de los otros países de América Latina y, en particular, en los considerados en este trabajo. Es algo que debe investigarse con cuidado, pero que la evidencia empírica parece confirmar.

Las reformas económicas adoptadas en todos los países (ver cuadro 5) tuvieron un impacto notable sobre la evolución de los mercados accionarios de cada país. De hecho, como se describió en la primera parte de este trabajo, la utilización exclusiva de los indicadores bursátiles tradicionales confirmaría que el efecto de las reformas sobre los mercados fue favorable y en la dirección correcta; sin embargo, vale preguntarse si los cambios son de naturaleza temporal o permanente. Además, como se comprobó en el caso de Colombia, el solo análisis de estos indicadores no permite responder este interrogante, por lo cual se hace necesario revisar el comportamiento de algunas variables de naturaleza macroeconómica en los distintos países y, muy posiblemente, otras que tienen que ver con el financiamiento de las empresas productivas:

Como una primera aproximación al tema, se obtuvo información sobre la evolución del ahorro interno (público más privado), de la inversión total, y de la participación del ahorro interno bruto y del financiamiento externo neto en el financiamiento de la inversión en los países de la muestra. Es interesante observar que las mismas tendencias registradas en Colombia se presentan en Argentina, México y Perú, con particular intensidad en estos dos últimos países, en los cuales el financiamiento externo se eleva al 45,6 y al 34,2% de la inversión en 1994 cuando en Argentina, en ese mismo año, la cifra equivalente fue de 22,3% y en Colombia de 19,5% (ver gráficos 15, 16, 17, 18, 19 y 20). En los cuatro países el ahorro

Cuadro 5
Algunas reformas económicas

Reformas	Colombia	Argentina	Brasil	Chile	México	Perú
Repatriación de dividendos	✓ 1991	✓ 1989	✓ 1990	✓ 1988	✓ 1988	✓
Repatriación de capital	✓ Libre 1991	✓ Libre 1989	✓ Libre 1990	✓ Después de un año 1988	✓ Libre 1988	✓ Libre
Entrada libre de inversionistas extranjeros	✓ Autoriz. 1991	✓ Libre 1989	✓ Libre 1990	✓ Relativa 1988	✓ Libre 1989	✓ Libre
Reformas tributarias: Eliminación del impuesto de ganancia ocasional cuando se vende una acción	✓ 1989	✓ 1991	✓ 1983	X 10%	✓	✓
Reforma de Seguridad Social	✓ 1993	✓	N.A.	✓ 1983	✓	✓

interno financió una proporción menor de la inversión con respecto al pasado. Los otros dos casos, el de Brasil y el de Chile, difieren pero tienen en común que el ahorro interno financia plenamente la inversión y que la participación del financiamiento externo es limitada. En Brasil cayeron tanto el ahorro como la inversión a lo largo de los últimos siete años. En Chile, ahorro e inversión crecen sostenidamente en el mismo período. No sobra recalcar que el tamaño del mercado chileno fue el mayor de los países considerados (la capitalización bursátil superó el PIB, 132%) en 1995 y que su mercado accionario presentó en el mismo año el mayor índice de liquidez (valor total transado) en la región. Quedaría en evidencia, una vez más, que un nivel alto de ahorro interno es condición necesaria para que un país cuente con un mercado accionario grande y líquido (ver gráficos 21 y 22).

Gráfico 15
Colombia: participación del ahorro interno bruto y del financiamiento externo neto en el financiamiento de la inversión, 1985 - 1994

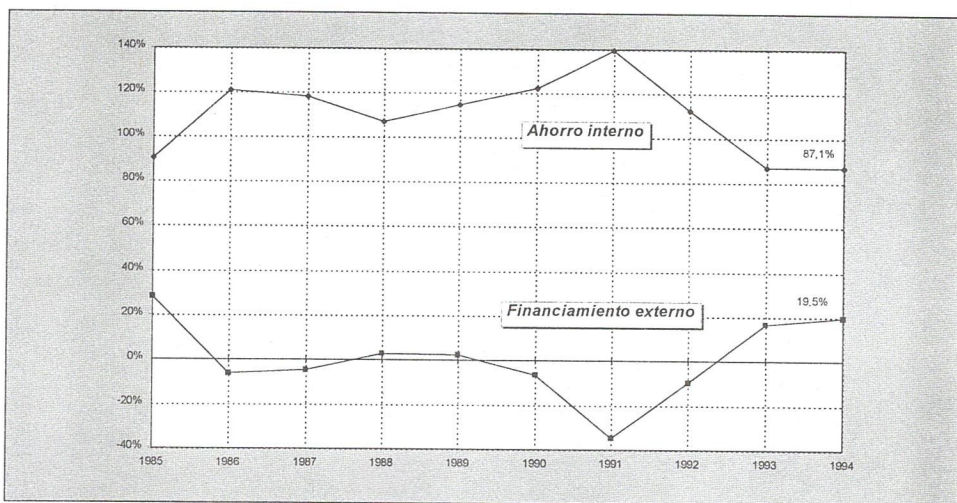


Gráfico 16
Argentina: participación del ahorro interno bruto y del financiamiento externo neto en el financiamiento de la inversión, 1985 - 1994

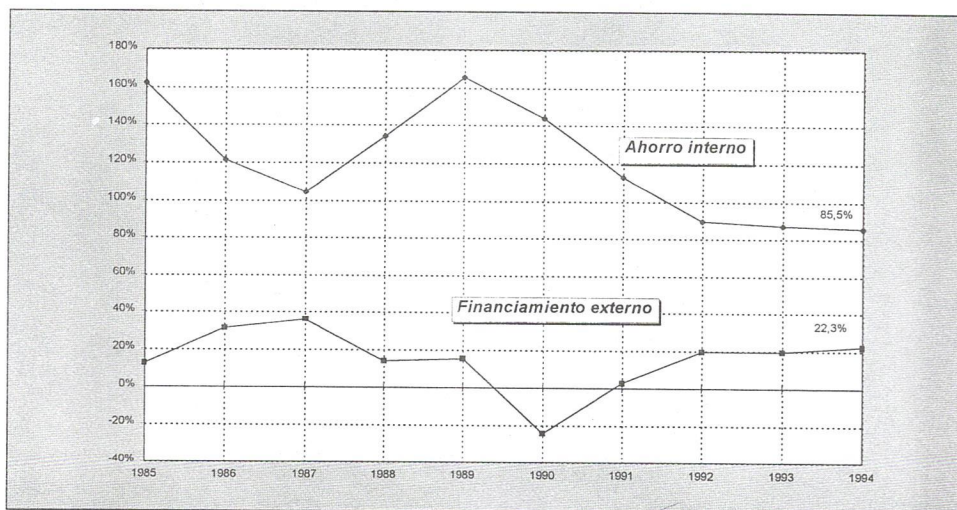


Gráfico 17
Perú: participación del ahorro interno bruto y del financiamiento externo neto en el financiamiento de la inversión, 1985 - 1994

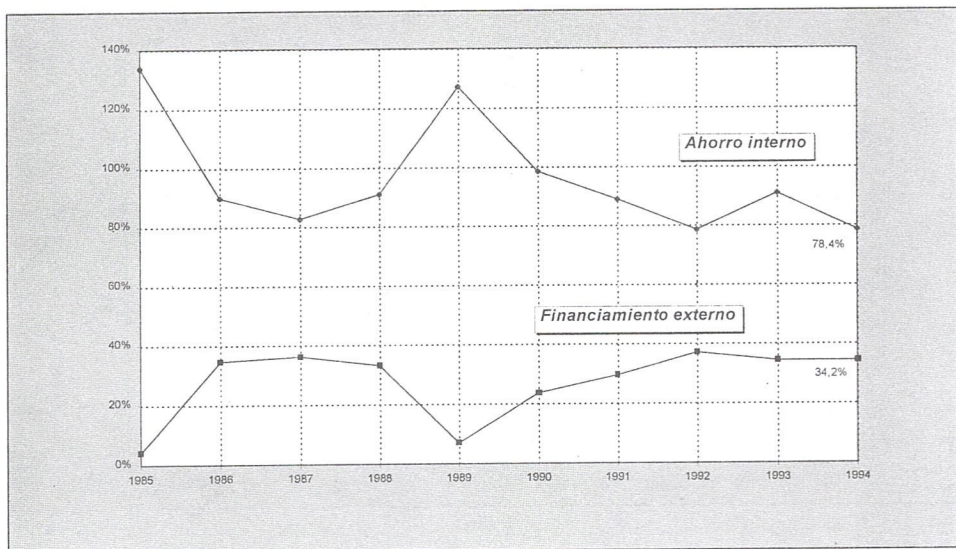


Gráfico 18
México: participación del ahorro interno bruto y del financiamiento externo neto en el financiamiento de la inversión, 1985 - 1994

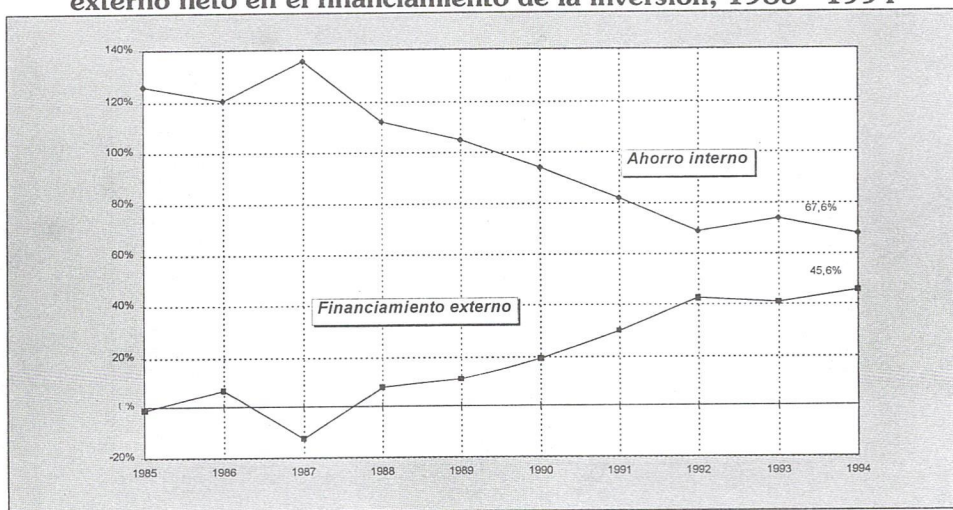


Gráfico 19

Chile: participación del ahorro interno bruto y del financiamiento externo neto en el financiamiento de la inversión, 1985 - 1994

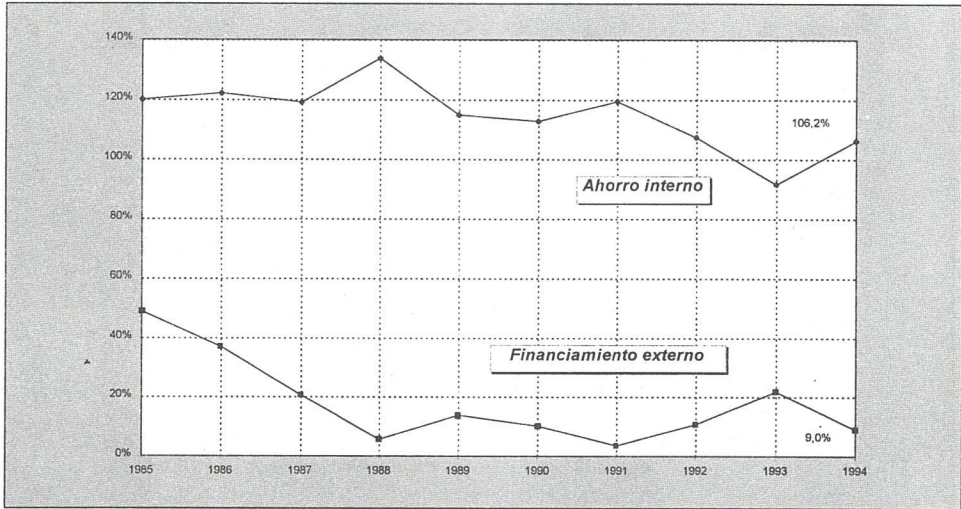


Gráfico 20

Brasil: participación del ahorro interno bruto y del financiamiento externo neto en el financiamiento de la inversión, 1985 - 1994

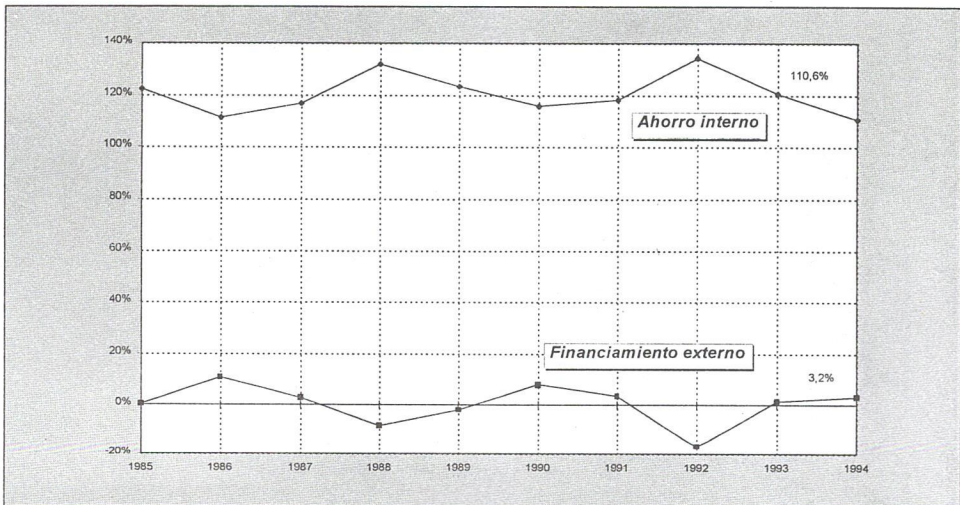


Gráfico 21
Capitalización de mercado y ahorro doméstico
(como porcentaje del PIB)

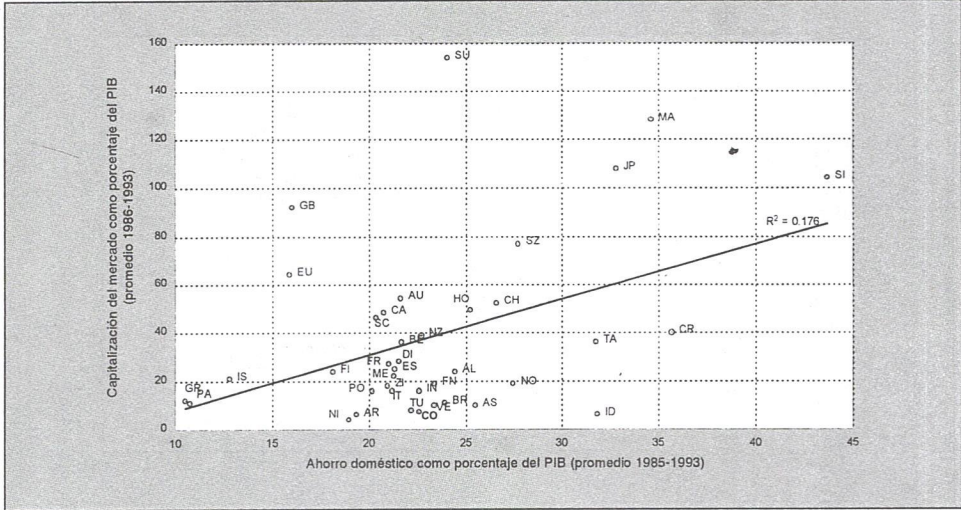
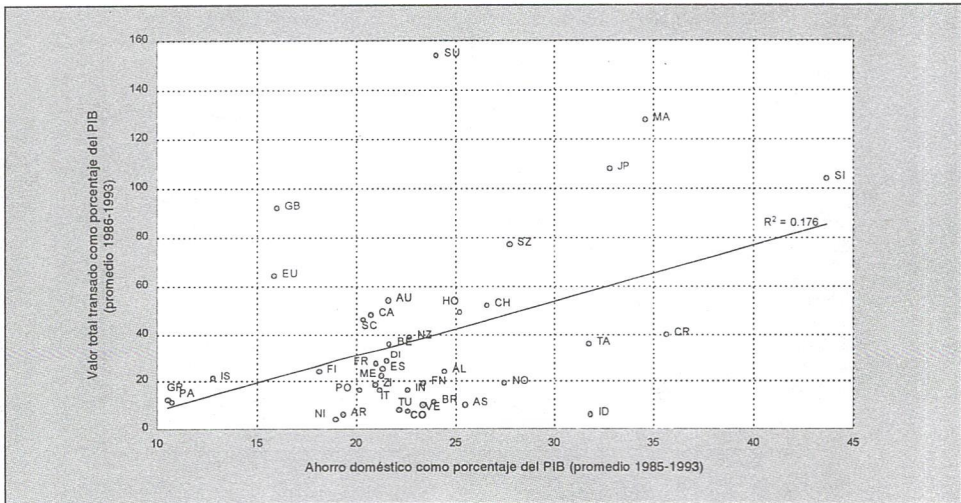


Gráfico 22
Valor total transado y ahorro doméstico
(como porcentaje del PIB)

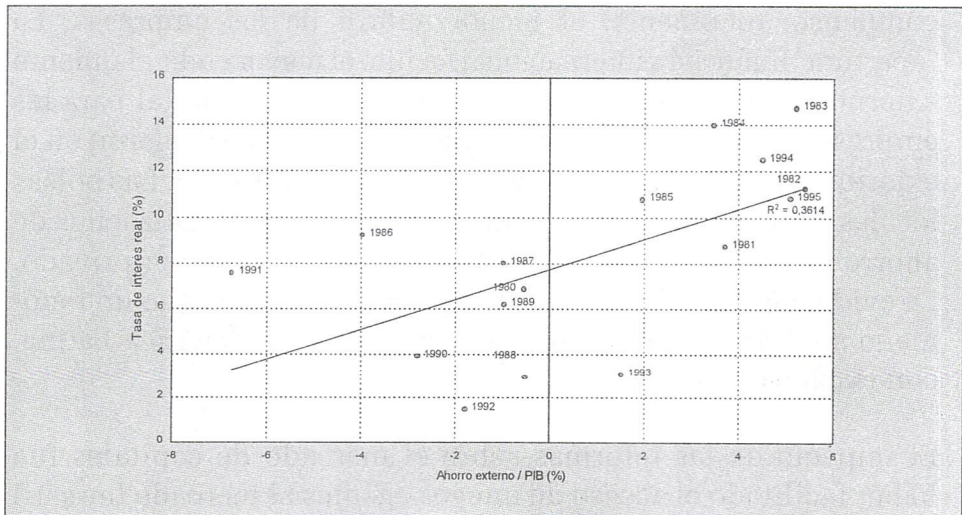


Conclusiones

- La conclusión fundamental de este trabajo es que el auge del mercado bursátil en Colombia entre 1991 y 1994 fue más el resultado de la adopción de un conjunto de medidas específicas por parte del gobierno –que hicieron atractiva la inversión en acciones por los fondos de inversión extranjera–, que de la canalización de ahorro privado doméstico hacia la inversión en los proyectos llevados a cabo por las empresas colombianas durante este período. De hecho, coincidieron en el tiempo este auge bursátil con un incremento de la inversión y una caída del ahorro. A pesar de la mejora de los índices bursátiles, el fenómeno tuvo más una característica de temporalidad, como se ha constatado con la evolución más reciente –1995 y 1996– del mercado de acciones.
- La financiación de la inversión privada se hizo en menor grado con base en la retención de utilidades de las empresas y en mayor grado con recursos del endeudamiento tanto interno como externo. El endeudamiento empresarial creció de manera importante y compensó, totalmente, el menor ahorro de las empresas. La “apertura” financiera internacional facilitó el mayor endeudamiento externo y redujo en forma sustancial el costo de capital para las empresas, en razón de los bajos intereses que prevalecieron en el exterior y de las menores expectativas de devaluación. Las bolsas locales no actuaron como intermediarias en la canalización de ahorro interno hacia la inversión realizada por el sector privado. La evidencia empírica preliminar parecería indicar que un fenómeno similar se registró en los otros países de América Latina, con excepción de Chile.
- El impacto de las reformas sobre el mercado de capitales fue haber facilitado el acceso de nuevos agentes al mercado bursátil

colombiano y contribuido a la mejora de la valoración de las empresas. Aunque algunas de éstas se beneficiaron de la presencia de esos nuevos agentes, y aprovecharon la oportunidad para colocar sus emisiones de acciones –tanto en el mercado doméstico como a través de la emisión de ADR en los externos–, el fenómeno no fue generalizado. Las empresas habrían preferido, en vez de hacer uso del mercado público de valores, recurrir al crédito externo al relajarse las restricciones que lo impedían. La colocación de ADR y el mayor endeudamiento privado externo fueron una decisión racional debido a la diferencia entre el costo de capital doméstico y el internacional. Reducir el costo de capital a nivel doméstico parecería necesario para estimular el mercado accionario y disminuir la dependencia del endeudamiento externo, por cuanto existe una asociación clara entre el nivel de la tasa de interés real interna y la mayor demanda de crédito externo (ver gráfico 23).

Gráfico 23
Ahorro externo y tasa de interés real
1980-1995



- Una consecuencia de la evolución que se ha descrito y comentado ha sido aumentar la dependencia del crédito externo, a costos inferiores a los del doméstico, como fuente de financiación de los proyectos de inversión privada en Colombia, incrementando la vulnerabilidad de las empresas a los movimientos del tipo de cambio y a la disponibilidad de recursos del ahorro externo. Reducir esa vulnerabilidad exige un manejo mucho más cuidadoso de la política macroeconómica y señala la necesidad de elevar sostenidamente el ahorro interno en la economía colombiana. En este sentido es muy importante recordar la experiencia chilena y evitar una participación excesivamente alta del ahorro externo en el financiamiento de la inversión y, por consiguiente, el riesgo de vivir situaciones como las de México y Argentina en 1994 y 1995²⁴.

- De acuerdo con estudios recientes, la caída del ahorro privado en Colombia se atribuye, en lo fundamental, a las menores tasas de ahorro de las empresas. Es previsible que, en un entorno de mayor competencia, los márgenes de explotación de las empresas sean menores y que su capacidad de ahorro se reduzca, por lo cual deberán acudir, en el futuro, a los mercados de capitales en busca de recursos. ¿Quién va a proveer esos fondos? Una opción es que esos agentes sean los inversionistas institucionales, especialmente los fondos de pensiones privados, al incrementarse el ahorro de las personas a través de este tipo de mecanismos. De ahí la prioridad de estimular de una manera más activa el ahorro personal a través de los fondos privados de pensiones.

24. Vale la pena citar el trabajo presentado por el gerente de Estudios del Banco Central de Chile, en la Convención Bancaria de 1996 en Colombia y, específicamente, el comentario de que "durante el último decenio la autoridad económica chilena ha puesto particular énfasis en que si bien se debe usar el ahorro externo porque es un complemento necesario, se sabe que un proceso de crecimiento sostenido sólo puede ser financiado en forma permanente con fuentes internas". Nicolás Eizaguirre, "Panel sobre la organización de la política monetaria y el rol del sector financiero", en Crisis política, sector financiero y manejo fiscal, Bogotá, Asobancaria, junio de 1996.

- Por último, no es posible referirse a cambios estructurales en los mercados accionarios sin tener en cuenta variables macroeconómicas como la evolución del ahorro y del financiamiento externo, y variables financieras como la evolución del costo de capital. Para realizar comparaciones internacionales en un futuro, deberían contemplarse no solamente los indicadores bursátiles tradicionales (tamaño, liquidez, riesgo y concentración), sino también los indicadores macroeconómicos y financieros mencionados.

EL PAPEL DE LA REGULACION
EN EL PROCESO DE APERTURA
DEL SISTEMA FINANCIERO: EXPERIENCIA
Y PERSPECTIVAS

Rafael Acosta Chacón

Vicepresidente jurídico de la Bolsa de Bogotá

El sistema financiero es eso: un sistema; es decir, la coordinación de un conjunto de elementos heterogéneos, interdependientes e integrados que funcionan de modo diferente.

La realidad de la actividad financiera, como toda realidad social, se presenta como un conjunto de factores de naturaleza heterogénea que, en procesos de interacción constante, condicionan y en algunos casos determinan la conducta individual y colectiva. Uno de estos elementos es el económico que, ciertamente, es condicionante de la realidad, pero también está condicionado a ella.

El análisis del proceso de apertura del sistema financiero resultaría incompleto si este fenómeno se abstraiera del papel que en el mismo han desempeñado y deben desempeñar la regulación y el marco institucional.

Independientemente del papel más o menos importante que en un momento dado puedan desempeñar el derecho y la economía entre la pluralidad de factores que integran cualquier estructura social y que en su interacción producen la dinámica social, se evidencia el ordenamiento jurídico como el marco que determina el campo de acción dentro del cual puede y debe desarrollarse la actividad financiera.

Este ordenamiento, concebido de manera dinámica e instrumentalista, es decir, como canalizador de las exigencias de la realidad, es tan sólo un fenómeno valorativo frente a la vida social a la cual debe someterse, en la medida en que la misma lo trasciende y condiciona.

La regulación financiera instrumenta la política financiera, pero la relación entre las dos no es unívoca. Esto es así porque en el proceso de formación de la regulación participan órganos y funcionarios diferentes de quienes formulan la política, particularmente cuando la regulación básica se desagrega, y porque las entidades financieras son objeto de otras regulaciones cuyos objetivos no son siempre compatibles con los de la política financiera.

Estas deformaciones regulatorias de los objetivos de la política financiera obstruyen, en algún grado, su consecución y comprometen a veces su eficacia.

Una evaluación del grado de coherencia de la regulación con los objetivos de política financiera en el proceso de apertura del sistema, con una retrospectiva de más de cinco años, constituye precisamente el objeto de mi trabajo.

Política financiera

La reforma financiera se enmarcó dentro del proceso general de modernización e internacionalización de la economía. Es claro que el buen suceso del proceso de modernización de la economía depende de un sistema financiero eficiente, competitivo y profundo que tenga la capacidad de intermediar un adecuado volumen de ahorro nacional que financie la inversión productiva a un costo razonable.

Aunque en este contexto el aspecto más importante ha sido la búsqueda de una mayor profundización del sistema, adicionalmente

debe mencionarse que con esta política de profundización se pretende disminuir la tasa de interés; por tanto, entre los objetivos de la misma están estabilizar los márgenes mediante la eliminación de las inversiones forzosas, lograr mayor competitividad y eficiencia del sector, así como adecuar el marco normativo existente en aspectos tales como:

- Desregulación de los aspectos necesarios para los objetivos generales.
- Reducción de cargas cuasifiscales en las instituciones financieras (inversiones forzosas).
- Protección de los usuarios del sector.
- Racionalización de los controles.

Finalmente, se estableció como objetivo fundamental el mejoramiento del diseño, los instrumentos y el manejo de las políticas monetaria, crediticia y cambiaria, con el fin de que las mismas contribuyan decididamente a lograr una mayor estabilidad en los precios, en la balanza de pagos y en la economía en general.

Eficiencia y competitividad del sector, y profundización financiera

La consecución de mayores niveles de eficiencia y competitividad ha constituido el aspecto neurálgico del proceso de modernización del sector financiero.

Con este fin se adoptó un conjunto de medidas, contenidas especialmente en la Ley 45, referentes a la libertad de entrada y salida de las entidades del mercado y a la composición de la propiedad de los diferentes agentes financieros, la regulación de los flujos de información hacia el público y, lo más importante, a los servicios que presta el sector.

El criterio de asignación sectorial de recursos, propio del sistema hasta 1990, creaba restricciones a la actividad de ciertos intermediarios, en perjuicio incluso de la viabilidad de éstos y de la profundización y competencia del sistema.

Por otra parte, había una severa limitación al sistema producto de la segmentación del mercado, en razón de la regulación excesiva y minuciosa de ciertas operaciones, lo cual había creado una especie de seudomonopolios. Además, existían regulaciones diferenciales que daban ventajas comparativas a ciertos intermediarios financieros en relación con los demás, en perjuicio de la competitividad del sistema, especialmente en temas tales como los encajes, las inversiones forzosas, las condiciones de redescuento, etcétera.

Finalmente, las sucesivas innovaciones del mercado las venían realizando agentes o instituciones especializadas, haciendo aún más especializada la estructura del sector y segmentándolo en forma ineficiente desde el punto de vista funcional.

En materia de servicios el aspecto más trascendental de la reforma consistió en permitirles a los establecimientos de crédito incursionar en actividades financieras no bancarias a través de filiales, como consecuencia de la redefinición de la estructura del sector hacia un esquema de conglomerados o grupos financieros.

La decisión de este modelo financiero fue producto de la confrontación de las ventajas y desventajas de los esquemas de banca especializada característicos hasta entonces y el de una banca universal.

Un aspecto crucial en la concreción práctica de este modelo de conglomerados es, justamente, la optimización de la utilización de las redes comerciales y la posibilidad de que el cliente pudiese adquirir "paquetes de servicios" del conjunto de entidades que integran

el grupo financiero. Dos órdenes de regulaciones, las relativas a las redes y a los conflictos de interés, hicieron hasta lo imposible por evitar la consecución de este objetivo.

En materia de redes comerciales, la Ley 45 había abierto el espacio necesario para que las sociedades fiduciarias pudiesen utilizar las redes de los establecimientos de crédito con el objeto de realizar, por conducto de éstas, las operaciones necesarias para el desarrollo de los negocios, en los casos y en las condiciones que fijara el reglamento.

Así las cosas, el reglamento se ocupó de fijar las condiciones; entre otras, prohibió la instalación locativa de la filial en la misma unidad inmobiliaria de copropiedad donde se hallare situada la matriz; exigió que en los contratos debía haber un aviso cuyo tamaño, tipo de letra, localización y demás características fijaría la Superintendencia Bancaria; se dispuso que el personal que atendería a los clientes en la red comercial de la matriz sería de las sociedades fiduciarias y que el mismo debería estar aislado físicamente en áreas preestablecidas e identificadas, y para evitar cualquier pretensión de evasión, se estableció la obligación de impedir que los funcionarios utilizaran un vestuario que pudiese generar confusión con los funcionarios del establecimiento principal.

Pese a que posteriormente se revisó el reglamento y a que la autorización para la utilización de redes se amplió en forma considerable, aún subsisten restricciones y entramientos que impiden la optimización del uso de las mismas.

En materia de conflictos de interés, la Resolución 3465 de 1992 se tradujo en la práctica en una prohibición absoluta de realizar operaciones con la matriz y con las otras filiales y subordinadas, y de celebrar operaciones con la misma sociedad fiduciaria o administradora del fondo respectivo.

En relación con el primer aspecto mencionado la Ley 45, lejos de sentar una posición tan tajante –lo que hizo en realidad– sobre la premisa lógica de que dichas operaciones se pueden realizar, estableció algunas restricciones a las operaciones entre una matriz y una sociedad de servicios financieros.

Precisamente, una de las restricciones mencionadas tiene que ver con la prohibición de celebrar operaciones que impliquen conflicto de interés y a la vez facultar a la Superintendencia Bancaria para calificar la existencia de los mismos, lo cual es mucho menos que prohibir cualquier operación, como lo estableció el propio Consejo de Estado.

Las dificultades para la efectiva prestación de servicios integrados no pueden atribuirse exclusivamente a estos dos problemas regulatorios, pues en ello también incidieron, por lo menos al principio, aspectos de tipo cultural y corporativo dentro de las organizaciones financieras; no obstante, estas regulaciones muestran cómo, en dos puntos cruciales, las reglamentaciones pueden desvirtuar objetivos claros de política financiera.

Supervisión financiera

La supervisión financiera se ha cimentado en tres elementos fundamentales: la regulación prudencial, la información calificada homogénea sobre bases consolidadas y un sistema de vigilancia directa.

La regulación prudencial se orienta hacia el adecuado control y cubrimiento de los riesgos del negocio financiero, en los siguientes aspectos:

- Margen de solvencia o relación de activos ponderados por nivel de riesgo a patrimonio técnico.

- Límites a la concentración de riesgos crediticios.
- Valoración de inversiones a precios de mercado.
- Gestión de activos y pasivos.

Existe un consenso a nivel nacional e internacional en el sentido de que la supervisión financiera colombiana y la chilena son las más avanzadas en el panorama latinoamericano, y ambas están dentro de altos estándares técnicos.

Sin embargo, en cuanto a regulación prudencial es necesario hacer una crítica en lo referente a los límites individuales de crédito y de concentración de riesgos. El Decreto 2360 de 1993 se basó conceptualmente en la directiva de la Comunidad Económica Europea 92/121, de diciembre 21 de 1992 la cual, a su turno, tuvo como antecedente, entre otros, la recomendación del Comité de Basilea expedida en 1991.

En la expedición del decreto no hubo consideración alguna del gobierno sobre el hecho de que la misma fue implantada en Europa, previa la publicidad de la medida con un año de anticipación, ni a que el criterio de consolidación de grupos era el legal determinado en otra directiva comunitaria, ni a los reparos que en la misma Europa se han hecho sobre la viabilidad práctica de aplicar los criterios de vinculación diferentes de las relaciones de control de la propiedad, ni mucho menos al hecho de que en Europa se concedieron períodos de ajuste de hasta cuatro años.

Dos años después de expedido el decreto se tienen, por una parte, normas conceptualmente iguales a las de la Comunidad Económica Europea y, por otra parte, severas dudas sobre la aplicación práctica de las mismas por las entidades financieras y la misma autoridad de supervisión.

Hoy en día se está en mora de acometer el análisis público de una regulación sobre límites individuales de crédito técnicamente diseñada y descontaminada de la pretensión de asumir, a través de ella, la identificación de los grupos económicos y el control sobre los mismos, para que el gobierno evada la discusión del tema en el Congreso Nacional.

El segundo de los elementos de la supervisión hace referencia a la información calificada, homogénea y consolidada, lo cual constituye no sólo un instrumento eficaz de supervisión, sino la base de la información que fluye al público.

El tema de las cargas de información resulta de capital importancia, pues los costos de la provisión de la misma a las diferentes autoridades comprometen, en cierto grado, la eficiencia del sector.

Como no hay una política consistente en la materia, esto deja el espacio abierto para que las jerarquías intermedias de las autoridades de supervisión soliciten, sin control ni reato alguno, toda la información imaginable que ni las mismas entidades de control tienen capacidad de procesar.

Por esto se requiere concentrar los esfuerzos de la supervisión en diseñar formas generales, permanentes e indirectas de control, que garanticen la competencia y aseguren la estabilidad del sistema en su conjunto, así como abandonar la supervisión minuciosa y restrictiva que concentra en grado innecesario la acción gerencial en la atención de los requerimientos y cargas de información.

Uno de los factores indispensables para inducir a una mayor competitividad en el sector financiero lo constituye, sin duda alguna, la calidad de la información que se suministra a los ahorradores en relación con la solvencia, la liquidez y la calidad de los activos de

las instituciones financieras. Mediante la Ley 45 se sentaron unas reglas sobre la materia, pero la verdad es que en este terreno hay un importante trecho por recorrer.

Los esfuerzos se han encaminado, casi invariablemente, a proveer información que el ciudadano común no puede asimilar y, en su percepción, no tiene por qué hacerlo, pues parte de la premisa de que todas las entidades son iguales, en la medida en que los depósitos cuentan con el respaldo del Estado a través del seguro de depósito. Desde el punto de vista de competencia y de eficiencia del sector, la regulación vigente sobre seguro de depósito es incompatible con los objetivos de la política.

Recientemente, la Sala General de la Superintendencia de Valores dispuso la obligatoriedad de calificación de los bonos y certificados de depósito emitidos por el sector financiero, por parte de una sociedad calificadoras de valores cuando entre a operar otra diferente de la actualmente existente, y por parte de dos calificadoras cuando existan tres en el país. Ello es una manifestación de política que, en nuestro concepto, se orienta en el sentido indicado.

En cuanto al tercer elemento de la supervisión, esto es, la vigilancia directa, posteriormente se formularán algunos comentarios.

Proyecciones de la Constitución Política en la regulación y en la supervisión

La reforma al sector financiero ha trascendido al ámbito legal en la medida en que también se produjo una profunda modificación del régimen constitucional de la intervención del Estado en el sector financiero.

La Constitución anterior se caracterizó por la concentración del conjunto de facultades de intervención en el ejecutivo, pues éste ejercía

la amplia atribución constitucional que, con el carácter de propia, se le asignaba al presidente para ejercer la intervención necesaria en el Banco de la República y en la actividad de quienes tuvieran por objeto el manejo, aprovechamiento e inversión del ahorro del público. Adicionalmente, la Junta Monetaria –organismo íntegramente gubernamental– ejercía un conjunto de facultades monetarias, crediticias y cambiarias.

Este esquema le cedió el paso a una nueva composición del poder en relación con la intervención del Estado en el sector, de carácter desconcentrado y, por ende, mucho más democrático.

En efecto, la nueva Constitución en materia de intervención sobre la actividad financiera mantiene dicha atribución en el gobierno, pero sujeta a las normas generales que contienen los objetivos y criterios que fija el Congreso Nacional.

Las políticas monetaria, crediticia y cambiaria se radicaron en la Junta Directiva del Banco de la República que, orgánicamente, se independizó de la rama ejecutiva, apoyada por las leyes 31 y 35, que apuntaron al desarrollo de esta nueva estructura constitucional.

Durante el interregno de este tránsito constitucional, esto es, mientras se dictaban las normas generales a las cuales debe sujetarse el gobierno nacional para regular las actividades financiera, bursátil y aseguradora, el artículo 50 transitorio facultó al presidente, como atribución constitucional propia, para intervenir en estas actividades.

Justamente, en desarrollo de las facultades contenidas en este artículo 50 transitorio, el gobierno nacional realizó el proceso de consolidación de la reforma de 1990, además de la reorganización de la banca oficial que se surtió con facultades extraordinarias concedidas por la misma Ley 45.

Igualmente, este proceso de consolidación permitió que aflorara un conjunto de situaciones de desequilibrio que afectaban la premisa básica de cualquier regulación financiera en una economía liberalizada y de mercado: la neutralidad de la regulación financiera.

En efecto, un aspecto esencial de un mercado financiero cimentado sobre bases de libre competencia y competencia impone la necesidad de que exista un mínimo equilibrio e igualdad de condiciones para acceder a los mercados, por lo cual no pueden ni deben existir privilegios o restricciones para que algunos establecimientos de crédito tengan o no acceso a determinados instrumentos de operación.

Este proceso les permitió a las corporaciones financieras realizar operaciones a corto plazo, las capacitó para recibir depósitos de ahorro, les flexibilizó la emisión de bonos de garantía y les recuperó la representación legal de tenedores de bonos.

El proceso prosiguió con la Ley 35, mediante la cual se permitió el ingreso de las compañías de financiamiento comercial y de las corporaciones de ahorro y vivienda al mercado cambiario; en relación con estas últimas, se dictaron normas encaminadas a reordenar el equilibrio de su papel en el sistema, tales como la permisión de realizar complementariamente operaciones estipuladas en moneda legal, la autorización para otorgar créditos de consumo sin hipoteca y de inversión con hipoteca.

A raíz de la expedición de este conjunto de medidas se suscitó, en el público y en algunos foros académicos y gremiales, la discusión sobre si el país entraba o no en un sistema de multibanca y sobre la conveniencia o inconveniencia de la misma. Inútil y trivial polémica.

Inútil, por cuanto no hubo sino una reafirmación en la neutralidad de la regulación financiera, en aras de garantizar una mejor y equilibrada concurrencia de los establecimientos de crédito.

Trivial, en sus términos, por cuanto universalmente el tema de la banca múltiple y la banca especializada gira en torno a las posibilidades de los bancos comerciales para participar en los mercados de valores, y tiene como punto de partida el Glass Stegall Act de los Estados Unidos.

En realidad la discusión de la ley de intervención centrada en el tema de banca especializada y banca universal no sólo resultó inconducente frente al texto planteado, sino desviatoria de la atención, pues mientras se polemizaba sobre quién quedaba facultado para financiar vehículos y quién matrículas y pensiones, se introdujeron puntos de mucho más fondo que representaron, ellos sí, un claro retroceso de la política financiera y de su neutralidad, así como una variación radical de las reglas del juego, en detrimento del sector y del interés público. Estos puntos fueron:

1. Redefinir la estructura del sector, en el punto específico del leasing, al decretarse la disolución de las sociedades existentes y adscribirse su operación a una nueva categoría de compañías de financiamiento comercial.
2. Asignarle al gobierno nacional la facultad de disponer de hasta el 30% del total de activos de los establecimientos de crédito, a través de colocaciones obligatorias e inversiones forzosas, lo cual representa no sólo un retroceso en la política formulada desde 1990, sino una contradicción con el esquema general de liberalización de la economía. Al margen de los discutibles argumentos de tipo jurídico-formal, que permitieron a la Corte Constitucional declarar la exequibilidad de esta norma, es evidente que con ella

se desvirtuó el propósito constitucional de sustraer del gobierno nacional las políticas monetaria, cambiaria y crediticia, y asignarlas a la Junta Directiva del Banco de la República. Ello por cuanto no sólo se le resta posibilidad y autonomía a la Junta para definir la política crediticia, sino por cuanto las tres políticas a su cargo forman una unidad. Esta facultad se ha utilizado exclusivamente para sostener la financiación de vivienda de interés social, aunque ha habido manifestaciones explícitas del gobierno en el sentido de no utilizar el mecanismo. No obstante, éste existe.

En relación con el alcance de esta intervención, la misma Constitución Política ha sentado un principio de las mayores proyecciones en materia de regulación, pues explícitamente calificó las actividades financiera, aseguradora y bursátil como de interés público.

Hasta muy poco antes de la expedición de la Constitución se encontraba vigente una arraigada doctrina constitucional imperante en nuestras cortes, en el sentido de que la actividad bancaria era un servicio público originario del Estado que lo podían prestar los particulares habilitados para ello a través de la figura jurídica de la concesión, esencialmente revocable, y sometido a las regulaciones, limitaciones y vigilancia inmediata del responsable de su prestación: el Estado.

Corolario lógico y jurídico de esta doctrina era la extensión a las entidades financieras del principio del derecho público según el cual tan sólo pueden realizar lo que expresamente está permitido.

Valga la oportunidad para hacer una digresión y traer a colación los dos corolarios empíricos del mismo principio:

1. La manera como puede hacerse lo expresamente permitido en la regulación, y sólo eso, es la forma como lo entienden los supervisores, y sólo ella.

2. La forma como los supervisores entienden que las entidades pueden realizar lo expresamente previsto en la regulación depende de manera exclusiva de la percepción teórica del supervisor, coincida ella o no con la realidad de los negocios.

Desde luego, esta afirmación intemporal no deja de ser una generalización excesiva, pues tiene un carácter relativo, así como numerosas y honrosas excepciones que confirman la regla.

De esta manera, la expresa calificación de la actividad financiera como de interés público tiene como premisa fundamental el hecho de que la misma esté dentro del supuesto general de actividad económica que se ejerce libremente dentro de los límites del bien común, sujeta a una intervención que deriva del especial interés que está implícito en su ejercicio, pero libre esencialmente.

En otras palabras, pueden establecerse límites al libre ejercicio de la actividad financiera, pero no hasta el punto de invertir el principio de la actuación de los particulares que, como tales, pueden realizar todo lo que no esté expresamente prohibido.

Así las cosas, la actividad financiera ya no es una función estatal que se ejerce por concesión revocable y sujeta al principio del derecho público de que sólo se puede realizar lo expresamente previsto y detallado en la ley.

Una cabal asimilación de este principio, sin duda alguna, permitiría modernizar la regulación y la supervisión, objetivo prioritario para acentuar la competencia, en cuanto partiría de la premisa correcta de confiar mucho más en los empresarios financieros, aseguradores y bursátiles, e incentivar en ellos el desarrollo de nuevas técnicas y nuevos instrumentos bajo su responsabilidad.

Igualmente, estos temas de la regulación y de la supervisión concitan una reflexión en torno a la separación funcional que de las mismas se ha pretendido hacer entre el gobierno y las superintendencias, lo cual en nuestro concepto resulta mucho más democrático y técnico.

La integración orgánica de estas dos funciones en las superintendencias coloca la regulación al servicio de la supervisión, aflorando a través de aquélla la natural tendencia a cubrir las falencias de la vigilancia, mediante prohibiciones o reglamentación de las operaciones para que se ajusten a los controles preexistentes.

Se ha argüido que el ejercicio de la regulación en el gobierno podría politizarla, como un argumento en contra, sin reparar en que la intervención del Estado a través de la regulación es política por definición.

Como se había expresado antes, la regulación es el instrumento de la política financiera, dictada constitucionalmente por el presidente y el ministro de Hacienda. Gracias a la citada Ley 35, el superintendente de Valores quedó con varias de las funciones de regulación que en efecto tenía, mientras que teóricamente el superintendente bancario quedó sin ninguna de las que aparentemente poseía.

Un análisis reposado de las facultades que se reservaron al gobierno nacional en la Ley 35 indica claramente que al mismo no se le transfirieron funciones del superintendente bancario sino de la antigua Junta Monetaria, al igual que de aquellas que ejercía el mismo gobierno en virtud del numeral 14 del artículo 120 de la anterior Constitución.

El superintendente bancario ha ejercido siempre un amplio poder discrecional de intervención a través de dos facultades que datan

de 1923: dictar las normas conforme a las cuales las entidades sujetas a su vigilancia deben ajustar su contabilidad y calificar prácticas como no autorizadas o inseguras.

A título de ejemplo, veamos cómo las tres regulaciones de carácter prudencial más recientes fueron dictadas por el superintendente bancario, en ejercicio de sus facultades en materia contable: las normas de calificación de cartera, las de valoración de portafolios a precios de mercado y las de gestión de activos y pasivos.

Sin entrar a controvertir el contenido de dichas regulaciones que, salvo aspectos de ligeros matices, resisten cualquier evaluación tanto desde el punto de vista técnico como de conveniencia, es preciso recordar los traumáticos procesos de gestación e implantación de por lo menos dos de ellas.

La declaración de prácticas inseguras, por vía general, no es nada diferente de la atribución a los superintendentes y a sus delegados de una discrecionalidad para prohibir lo que en su percepción subjetiva es peligroso.

Por su parte, la declaración de prácticas no autorizadas es la segunda derivada del principio de que las entidades financieras sólo pueden hacer, como las entidades públicas, lo expresamente permitido, con sus dos corolarios empíricos a los que ya se ha hecho alusión.

En cuanto a las facultades contables se refiere el Consejo de Estado, a propósito de la declaratoria de nulidad de algunos apartes de la Resolución 200, ha hecho importantes precisiones, como por ejemplo que dicha facultad no alcanza para reformar el régimen impositivo y que la misma debe ajustarse a los principios generales de contabilidad definidos por el gobierno nacional.

Autorregulación

En el contexto de las discusiones y los análisis sobre los alcances, el contenido y la estructura adecuada de la regulación estatal, se ha puesto sobre la mesa el tema de la autorregulación como una opción frente a ella.

En el caso de las bolsas de valores el tema ha sido crucial y se han realizado planteamientos en otros mercados, como el financiero.

Los mercados financiero, asegurador y bursátil están regulados y supervisados por el Estado de manera integral; esto no solamente es una realidad política y jurídica sino que encuentra una sólida raigambre cultural en las autoridades.

En el aspecto bursátil, por ejemplo, dos menciones tangenciales en la ley a algunas facultades en abstracto de las bolsas y la existencia de cámaras disciplinarias dentro de las mismas, no son elementos suficientes para modificar esta premisa.

En este orden de ideas, la máxima posibilidad de la autorregulación en Colombia sería convertirse en una opción de política del Estado, con la relatividad que ello supone, frente a la legítima pretensión de las bolsas u otros mercados de reivindicar espacios para aprovechar las ventajas comparativas de la misma, como la inmediatez, la flexibilidad, la eficiencia, el énfasis en el enfoque ético, su menor costo, evitando así la duplicidad de controles.

Sin embargo, el reconocimiento por parte del Estado de espacios para la autorregulación, como opción de política de regulación y control, requiere una concreción formal, pues de lo contrario este tema puede quedar en el limbo por su propia indefinición. Ello supone:

1. La concreción de estos espacios a nivel de ley.
2. Una delimitación explícita de los papeles del Estado y de las bolsas u otros mercados, pues de lo contrario dos campos de decisión llevan a una de dos situaciones:
 - a) a la duplicidad de regulación y supervisión, con claro perjuicio para la eficiencia del sistema considerado en su conjunto;
 - b) a la indefinición de responsabilidades, con evidente desmedro para las bolsas o las entidades que, a fin de cuentas, quedan con responsabilidades más allá de sus medios, absorbiendo las falencias de las autoridades estatales y sirviendo, eventualmente, de pretexto a las mismas.

Lo que en el fondo encubren las propuestas de asunción de funciones de autorregulación no es nada diferente de la legítima reivindicación de espacios a la iniciativa privada que, aunque con posibilidades de limitación, en función del interés público que representan las actividades financiera, aseguradora y bursátil, garantiza la Constitución.

Responsabilidad social: fuente de regulación

La obvia contrapartida a la consideración constitucional de la actividad financiera como actividad de iniciativa privada, aunque sujeta a intervención derivada del interés público que ésta representa, es que las empresas financieras –como todas las demás– tienen una función social que implica obligaciones, según lo establece expresamente el artículo 333 de la Constitución.

La función y la responsabilidad sociales del sistema financiero suelen asociarse, equivocadamente, con la legitimidad de las utilida-

des y la rentabilidad del negocio bancario, debido a que se han distorsionado sus objetivos, en especial por parte de las autoridades y medios de comunicación, así como en algunos foros sobre el tema.

La principal función social de las entidades financieras consiste en crear valor para la sociedad. Por ello, las utilidades y la rentabilidad del negocio financiero no constituyen un fin en sí mismas, sino un instrumento básico para continuar desempeñando su función social.

Las utilidades y la rentabilidad de la actividad financiera tienen una doble validez: desde el punto de vista social, porque son la medida de la eficacia del cumplimiento de su principal responsabilidad social, es decir, la asignación y movimiento de fondos; desde el punto de vista empresarial, porque son factores que garantizan la supervivencia de las entidades financieras y, por ende, aseguran la continuidad de su papel social.

Esto significa que la asunción de funciones sociales es materia de múltiples regulaciones, tales como la colaboración con las autoridades judiciales, tributarias y demás.

Las responsabilidades sociales no pueden depender de compromisos o actitudes individuales, máxime cuando las mismas comprometen el estado de resultados; por esto no resultaría legítimo ni equitativo pretender que algunas entidades financieras o segmentos del sector asumieran compromisos sociales cuando sus competidores no están obligados a hacerlo, lo cual afecta su competitividad. Sería cuando menos paradójico que aquellas entidades más comprometidas socialmente fuesen las candidatas a desaparecer.

Parecería que una correcta percepción del público sobre la legitimidad de la rentabilidad y de las utilidades del sector podría tener,

más temprano que tarde, una contrapartida de imagen u opinión, en el sentido de que la sociedad estaría dispuesta a aceptar que las entidades financieras generaran utilidades y fueran rentables si, por otra parte, asumen sus responsabilidades sociales.

Y es evidente que, en mayor o menor grado, existe una actitud de deducir estas responsabilidades, por parte de los gobiernos, las autoridades de supervisión, los partidos políticos, los medios de comunicación y el público. Esto determinaría que, en un plazo no muy largo, a los tradicionales esquemas jurídico-políticos de vigilancia, control e intervención del Estado, se agreguen sistemas paralelos de fiscalización del público, cuyos términos se plantearán sobre bases no convencionales; además la mayor o menor extensión de la misma dependerá, en buena medida, de la actitud que asuma el sistema financiero al respecto.

FORO DE CLAUSURA

ESTABILIZACION VERSUS
CRECIMIENTO ECONOMICO

José Antonio Ocampo
Ministro de Hacienda y Crédito Público

Quiero agradecer al doctor César González por la invitación para participar en este panel final del XV Simposio sobre el Mercado de Capitales, al lado de muy ilustres colegas. El tema de este foro final, "Estabilización versus crecimiento económico", no sólo se refiere a un tópico clásico de la teoría macroeconómica sino, además, a un debate particularmente relevante en la coyuntura actual del país.

Creo que con riesgo de simplificación, podía comenzar por señalar que la literatura económica ha distinguido tres tipos de interrelaciones entre inflación y crecimiento económico. Dos de ellas son asociaciones de corto plazo entre estas variables. La primera es la conocida curva de Phillips, según la cual un mayor crecimiento económico está acompañado de mayores ritmos de inflación. Sus principales mecanismos de transmisión son bien conocidos: la presión directa que genera la demanda agregada sobre los precios de aquellos bienes cuya oferta es relativamente inelástica en el corto plazo, por la ausencia de excedentes cíclicos de capacidad productiva (fundamentalmente las materias primas básicas o *commodities*) y la presión que esa misma demanda tiende a generar sobre el mercado de trabajo y su reflejo en los salarios nominales.

Esta relación es una de las principales guías para el manejo de corto plazo de los bancos centrales del mundo entero, especialmente en los países desarrollados. Aunque su origen se encuentra en la teoría keynesiana, ha sido avalada por los modelos de expectativas racionales, los cuales la formulan como una relación entre las “sorpresas” en la inflación y el producto cíclico. En modelos de inflación que incluyen factores inerciales de cualquier tipo, puede postularse como una relación entre la variación de la inflación (o la desviación con respecto a su nivel inercial) y el crecimiento económico.

El segundo canal de corto plazo está asociado con choques de oferta o eventos imprevistos que afectan el nivel general de precios. En este caso, diferentes modelos económicos han demostrado que existe en el corto plazo una relación inversa entre inflación y crecimiento: un choque positivo sobre el ritmo de inflación, que reduce el ritmo de crecimiento de los precios, genera un efecto expansionista sobre la actividad productiva. Esto es lo que predicen los modelos keynesianos que combinan sectores de oferta fija y variable, como aquellos que desarrolló Juan Luis Londoño para Colombia hace una década con el fin de explicar la relación positiva entre la oferta de alimentos y la actividad económica urbana¹. Más recientemente, ha sido comprobada en trabajos de Carlos Esteban Posada². En el mundo entero, esta relación se hizo popular en los años setenta, frente a los choques petroleros y el conocido fenómeno de “estanflación” (estancamiento con inflación) al cual dieron lugar.

Existen, sin embargo, otros mecanismos de transmisión de este tipo que han sido ampliamente conocidos en América Latina. El primero

1. Juan Luis Londoño, “El papel macroeconómico del mercado de alimentos: un modelo de equilibrio general”, en Eduardo Lora (ed.), *Lecturas de macroeconomía colombiana, capítulo III*, Bogotá, Fedesarrollo - Tercer Mundo, 1988.
2. Carlos Esteban Posada, “Dinero, interés, inflación y fluctuaciones económicas en Colombia desde 1958”, *Borradores Semanales de Economía*, No. 44, 1995.

son los choques cambiarios positivos y negativos que se generan a lo largo del ciclo externo. La manera más simple de entenderlo es a través de los efectos de un ajuste de la balanza de pagos: la devaluación nominal genera tanto efectos infacionarios como recesivos, asociados estos últimos a los impactos distributivos de la inflación (por ejemplo, la caída de salarios reales que acompaña una aceleración brusca de la devaluación y la inflación) y a las políticas de demanda que hacen parte de los paquetes de estabilización. Por supuesto, lo opuesto ocurre en la fase ascendente del ciclo externo, cuando la revaluación está acompañada de políticas expansionistas de demanda.

Otras de las manifestaciones comunes han sido aquellas que hemos observado en procesos de estabilización frente a hiperinflaciones en varias economías de la región a lo largo de los diez últimos años. Invariablemente, la congelación de la tasa de cambio que caracteriza estos procesos y/o la desindización de la economía genera inicialmente una fuerte reducción de la inflación acompañada de un auge inicial de la demanda y de la actividad productiva. La explicación más simple de este efecto expansionista es el impacto favorable sobre la demanda agregada que genera la reducción brusca del impuesto inflacionario.

En años recientes se ha popularizado, sin embargo, una tercera interrelación, que no tiene que ver con la dinámica macroeconómica de corto plazo, sino con los costos de la inflación y sus efectos sobre el ahorro, la inversión y la productividad total de los factores de la economía, es decir, sobre los determinantes de largo plazo del crecimiento económico. A nivel internacional, estas ideas han sido ampliamente difundidas en los trabajos de Stanley Fischer, del Fondo Monetario Internacional³, y en Colombia en los de José Darío Uribe,

3. Stanley Fischer, "The Role of Macroeconomic Factors in Growth", NBER, Working Paper Series, No. 4565, diciembre de 1993, y "Why are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability", mimeo, FMI-MIT-NBER, agosto de 1996.

Zeinab Partow y la reciente Misión de Estudios del Mercado de Capitales⁴. Esta literatura predice una relación negativa de largo plazo entre inflación y crecimiento económico.

Los mayores costos de la inflación están asociados a niveles de inflación no esperados. En efecto, la volatilidad de la inflación genera un mayor riesgo para los inversionistas, por lo cual ellos exigirán utilidades adicionales para compensar la alta probabilidad de choques adversos; entre estos riesgos se incluyen aquellos asociados a la mayor dificultad para predecir la política económica. Todo ello se traduce en una reducción en los niveles de inversión y, por ende, de crecimiento. Adicionalmente, la variabilidad de los precios relativos que acompaña la inestabilidad de la inflación puede generar una asignación inadecuada de recursos productivos y, por lo tanto, una reducción en la productividad media de cada inversión. Por otra parte, la inflación inestable reduce la capacidad del sistema financiero para llevar a cabo con eficiencia sus funciones de intermediación, recortando el período medio de los contratos y reduciendo el tamaño del mercado de capitales⁵.

Como se sabe ampliamente, la indización es la manera como las economías inflacionarias reducen estos costos; sin embargo, aun una economía altamente indizada no puede evitarlos, en particular si el nivel de inflación es alto. Los agentes económicos reducen sus saldos monetarios reales, lo cual los obliga a incurrir en mayores costos asociados a transacciones financieras, que consumen recursos

4. José Darío Uribe, "Inflación y crecimiento económico en Colombia: 1951-1992", Borradores Semanales de Economía, No. 1, 1994; Zeinab Partow, "Una investigación empírica sobre el impacto de la inflación en el crecimiento económico de Colombia, 1951-1992", Borradores Semanales de Economía, No. 17, 1995, y "La relación inflación-crecimiento: un resumen con algunas aplicaciones para Colombia", Borradores Semanales de Economía, No. 23, 1995; Misión de Estudios del Mercado de Capitales, Informe final, mayo de 1996.

5. La variabilidad de la inflación genera efectos redistributivos, entre deudores y acreedores, y puede reflejarse también en un deterioro general de la distribución del ingreso, si los sectores más pobres de la población tienen mayores dificultades para adaptarse a un choque adverso de precios. Sin embargo, el impacto de estos efectos distributivos sobre el crecimiento económico es incierto, por lo cual se excluyen del análisis central de esta exposición.

productivos. La tendencia a acortar los períodos de los contratos puede ser inherente a los niveles de inflación y no sólo a la volatilidad, ya que todo índice que se utilice para corregir por inflación es imperfecto, muchos contratos financieros no son indizados y, en cualquier caso, los riesgos de que se presenten eventos imprevistos pueden ser mayores en economías inflacionarias.

La inflación también produce alteraciones en los precios relativos, en la medida en que hay costos de ajustar los precios, o “costos de menú”. El ajuste discreto de precios y salarios, asociado a estos costos, implica que los precios relativos tenderán a mantenerse fuera de sus niveles de equilibrio durante la mayor parte del tiempo. Si el sistema tributario no está perfectamente indizado, lo cual es imposible en la práctica, pueden generarse, además, cambios no deseados en la carga tributaria.

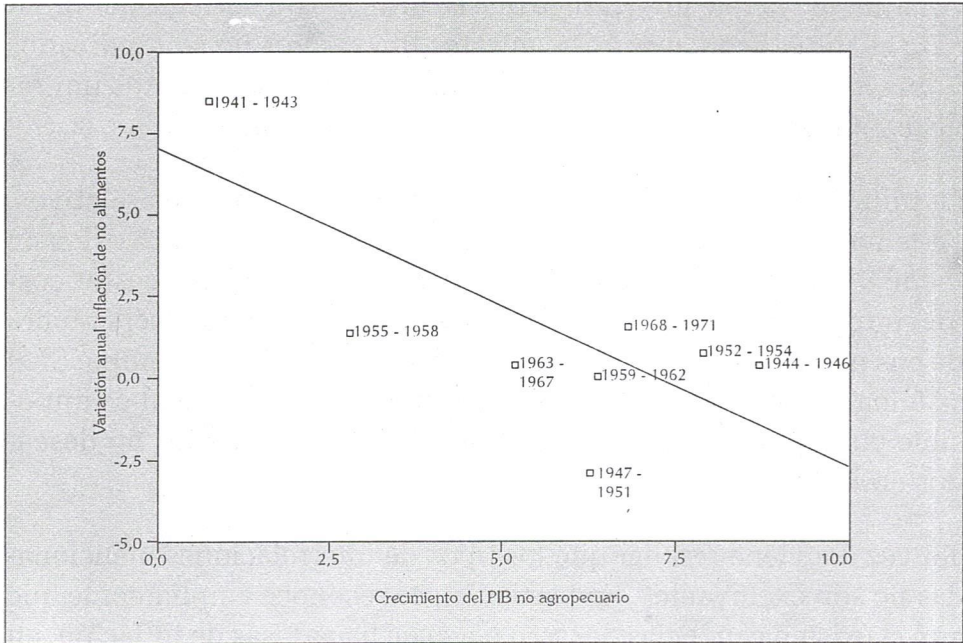
Tal vez conviene resaltar que los tipos de interrelaciones mencionadas no son excluyentes. En particular, se reconoce ampliamente que aun si existen ganancias de largo plazo de bajas tasas de inflación, en el corto plazo existen costos de reducir la inflación asociados con el tipo de relaciones que establece la curva de Phillips tradicional.

Como lo señala el conocido estudio de Dornbusch y Fischer sobre procesos de inflación moderada, como el colombiano, éste parece ser un dilema inescapable en este tipo de procesos, mucho más incluso que en los de alta inflación⁶.

¿Cuál de estas relaciones ha sido la dominante en Colombia? En un trabajo realizado hace casi una década sobre el comportamiento macroeconómico a lo largo del ciclo cafetero, encontré que para el período 1940-1987 existía evidencia de una relación negativa entre

6. Rudiger Dornbusch y Stanley Fischer, “Inflación moderada”, Ensayos sobre Política Económica, No. 21, junio de 1992.

Gráfico 1
Relación inflación y crecimiento económico, 1941 - 1971

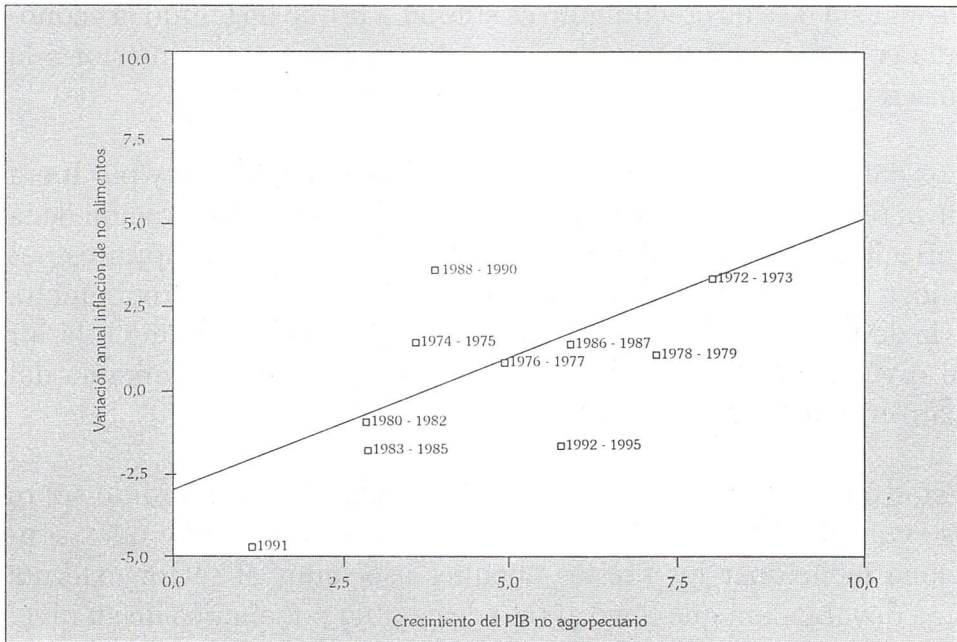


el crecimiento del PIB no agropecuario y las variaciones de la inflación de no alimentos, es decir, de una “curva de Phillips invertida”⁷. Como lo señalé entonces, ello es un indicio de que los choques de oferta, asociados en particular al comportamiento del sector externo, han dominado la relación inflación-crecimiento en Colombia.

Un análisis más detallado, involucrando datos para años recientes, indica que esta relación experimentó un cambio estructural básico alrededor de 1970. En efecto, antes de dicha fecha, la relación era claramente negativa, según lo indica el gráfico 1; debido a la predominancia de la balanza de pagos en los ajustes de corto plazo

7. José Antonio Ocampo, “Ciclo cafetero y comportamiento macroeconómico en Colombia, 1940-1987” (2a. parte), *Coyuntura Económica*, diciembre de 1989, especialmente pp. 169-174.

Gráfico 2
Relación inflación y crecimiento económico, 1972 - 1995



de la economía: los períodos de escasez de importaciones (1941-1943, 1955-1958 y, en menor medida, 1963-1967) eran invariablemente de bajo crecimiento y aceleración de la inflación, en tanto que los de abundancia de importaciones eran de alto crecimiento y reducción de la inflación (1944-1946, 1952-1954, 1959-1962 y 1968-1971)⁸. Desde comienzos de los años setenta, la relación entre inflación y crecimiento se tornó claramente positiva, según lo indica el gráfico 2. El quiebre estructural estuvo asociado, sin duda, a la desaparición de la brecha externa como la restricción fundamental al crecimiento económico. Esta relación indica que, en promedio durante el último cuarto de siglo, la inflación ha tendido a mantenerse

8. En éste, al igual que en el gráfico 2, cada observación corresponde a períodos de dos a cuatro años, en los cuales el crecimiento económico fue relativamente uniforme; por lo tanto, se trata de captar efectos que van más allá del muy corto plazo.

estable con un crecimiento económico del 4,2%, a acelerarse cuando ha estado por encima de dicho registro y a reducirse por debajo de él. Esta tasa de crecimiento es similar a la que ha tenido la economía colombiana durante los diez últimos años y algo inferior a la tasa de crecimiento promedio del conjunto del período.

Los datos más recientes se encuentran, sin embargo, muy por fuera de la relación promedio señalada. En particular, la aceleración de la inflación en 1988-1990 fue superior, en cerca de cuatro puntos por año, a la que había podido esperarse, dado el ritmo del crecimiento, y la de 1992-1995 fue casi tres puntos porcentuales por año inferior al nivel esperado. En 1996 se estuvo nuevamente por encima del patrón promedio del último cuarto de siglo.

Estas observaciones indican que otros factores han incidido sobre la evolución de la inflación en períodos recientes. Entre ellos conviene mencionar los fuertes choques asociados al sector externo: una devaluación que llevó al tipo de cambio por encima de su nivel de equilibrio en 1988-1990 y, por el contrario, la apertura económica con revaluación real del período 1992-1995 (exceptuando en este último aspecto a 1995, que fue un año de devaluación real); igualmente, 1996 fue un año de varios choques de oferta negativos (aumentos de los costos educativos y de las tarifas de energía eléctrica, sin los cuales estaríamos en realidad muy cerca del promedio que se indica en el gráfico 2).

El período 1992-1995 tiene, por supuesto, dos características sobresalientes adicionales: la primera es que corresponde con el primer período de autonomía del Banco de la República y la segunda es la puesta en marcha, en 1995, del Pacto Social, que logró que varios precios y salarios se fijaran por primera vez en Colombia con base en la inflación esperada. Es difícil por supuesto saber, con este enfoque simple, cuál ha sido el peso relativo de los cho-

ques de oferta y cuál el de lo que podríamos denominar “efectos institucionales”.

Lo que sí se puede afirmar con certeza es que sería extremadamente costoso reducir la inflación con base en puras políticas de demanda. En efecto, con base en el patrón promedio de los últimos 25 años, requeriríamos un crecimiento del 1,7% durante cinco años para reducir la inflación en diez puntos porcentuales. Esto exagera, sin duda, la magnitud de dichos costos, ya que varios años consecutivos de “recesión a la colombiana” seguramente generarían quiebres en el comportamiento de los agentes económicos, los cuales contribuirían a desacelerar más rápidamente el ritmo de la inflación.

En cualquier caso, este estimativo burdo indica que la esperanza de mantener ritmos de crecimiento deseables y de reducir simultáneamente la inflación depende críticamente de que podamos quebrar los patrones del último cuarto de siglo. Ello sólo es posible si utilizamos los dos instrumentos institucionales que tenemos a nuestra disposición, la autonomía del Banco de la República y el Pacto Social, y obviamente si acompañamos todo el tiempo el proceso de desinflación con una política macroeconómica consistente con las metas de inflación acordadas.

En términos que son bien conocidos en la literatura macroeconómica moderna, se trata de utilizar estas instituciones para romper “fallas de coordinación” entre agentes económicos, implícitas en todo proceso de inercia inflacionaria, para que un número creciente de ellos fije sus precios y salarios con base en la inflación esperada y no en la inflación pasada. En términos del esquema conceptual utilizado a lo largo de esta exposición, esto indica que nos beneficiaríamos de un choque de oferta proveniente de la desindización de la economía que, dada la descoordinación de los momentos en los cuales se realizan los contratos en una economía

con niveles moderados de inflación, sólo podría efectuarse de manera gradual.

¿Cuáles son las ganancias de largo plazo de la reducción de la inflación? Infortunadamente, pese a importantes trabajos recientes, todavía no conocemos con precisión su magnitud. Los aportes de José Darío Uribe⁹ sobre el tema indican que una reducción de diez puntos en la inflación se traduciría en un mayor crecimiento de la productividad total de los factores del 0,7% por año. Debo confesar, no obstante, que encuentro cierta debilidad en este resultado. El período de mayor inflación en Colombia, que se inicia en el primer lustro de los años setenta, coincide con el período de desaceleración de los ritmos de crecimiento de la productividad total de los factores, que comienza a mediados de la década de los setenta. Esta coincidencia temporal explica, sin duda, este resultado estadístico, pero ¿tiene que ver realmente un fenómeno con el otro, o tienen quizás determinantes diferentes, que simplemente coinciden en el tiempo? Sin eliminar totalmente una respuesta positiva a la primera pregunta, tiendo a pensar que los determinantes de inflación y productividad han sido, en realidad, diferentes.

Existen, por supuesto, muchos otros efectos positivos de largo plazo de reducir la inflación, en particular aquellos asociados al desarrollo financiero. Sin embargo, déjenme anotar que algunos de estos efectos sólo pueden esperarse al final del proceso de desinflación e incluso pueden actuar en el sentido opuesto durante el período de transición. En un trabajo reciente, por ejemplo, Juan Carlos Echeverry¹⁰ señala que una reducción de la inflación puede incrementar la variabilidad en los precios relativos y, así, incrementar transitoriamente la incertidumbre y la información incompleta con-

9. Uribe, *op. cit.*

10. Juan Carlos Echeverry, "Auge y perpetración de una inflación moderada, Colombia 1970-1991"; *Ensayos de Política Económica*, No. 28, diciembre de 1995.

tenida en dichos precios. El mismo autor indica que dicho proceso rompe, además, las reglas tradicionales de comportamiento de las autoridades, que puede generar también alguna incertidumbre mientras los agentes económicos reconocen que hay nuevas reglas estables. Los estimativos de la Misión de Estudios del Mercado de Capitales corroboran la primera de las observaciones mencionadas, ya que señalan que la variabilidad de la inflación que caracteriza el proceso de desinflación puede afectar la tasa de inversión.

Es evidente que existen beneficios de largo plazo de bajos niveles de inflación. Por ello, no es mera coincidencia que el mundo entero haya optado por esquemas de manejo macroeconómico que buscan mantener los ritmos de inflación en niveles bajos. Colombia también lo ha hecho, pero nos hemos rezagado en términos de logros. No podemos, por lo tanto, optar por estabilidad o crecimiento, sino por estabilidad y crecimiento. Afortunadamente existe amplia evidencia internacional, y en las variables económicas actuales, de que podemos lograrlo.

En vista de las consideraciones incluidas en este trabajo y de las condiciones actuales de la economía colombiana, déjenme, por lo tanto, terminar con tres anotaciones sobre la coyuntura actual:

1. A la luz de los patrones históricos del país, de la fuerte desaceleración que ha experimentado la economía colombiana durante 1996, la recesión de algunos sectores productivos y los incrementos significativos en los niveles de desempleo y de subutilización de la capacidad instalada, sería excesivamente costoso optar por la vía de políticas de demanda como la fuente básica de reducción de las presiones inflacionarias. Estas políticas ya lograron su objetivo, que era frenar el desbordado crecimiento de la demanda agregada interna que tuvo el país entre 1992 y 1994. Por supuesto, no existiría margen externo o fiscal para rea-

lizar políticas expansionistas de demanda que reactiven la economía. Es necesario, por el contrario, iniciar un severo proceso de saneamiento fiscal, tal como lo ha señalado enfáticamente el gobierno nacional, proceso que, por sus características, tardará dos o tres años en consolidarse y exigirá importantes reformas de carácter legal, las primeras de las cuales ya están a consideración del Congreso de la República. La política monetaria y crediticia debe apuntar, por su parte, a garantizar niveles de crecimiento acordes con la expansión de la oferta agregada interna. Los niveles de capacidad productiva subutilizada y de desempleo de mano de obra que hemos alcanzado facilitan, en cualquier caso, la tarea de la política monetaria, ya que hacen que la disyuntiva inflación/crecimiento sea mucho menos severa hoy de lo que era en 1994.

2. Tampoco tendría sentido acudir a choques de oferta provenientes del tipo de cambio para reducir la inflación. Por el contrario, dados los déficit en cuenta corriente heredados del período de acelerado crecimiento de la demanda agregada interna y los síntomas de “enfermedad holandesa” que se observan, no de ahora sino desde hace varios años, es necesario adoptar un paquete macroeconómico que garantice una devaluación real del peso en relación con los niveles actuales.
3. Así las cosas, la clave de la política inflacionaria es la adopción de reglas creíbles de desindexación gradual de la economía, que lleve a que un conjunto cada vez mayor de agentes económicos fije sus precios y remuneraciones en función de la inflación esperada y rompa el espejo retrovisor que es la esencia de la inercia inflacionaria. Para ello disponemos de dos instituciones: el banco central autónomo y el Pacto Social. A la luz de los obstáculos que ha enfrentado la política antiinflacionaria durante el presente año, la clave del proceso es, por lo tanto, la reconstrucción de la credi-

bilidad en la meta de inflación y en las instituciones que la respaldan. Para ello, el punto de partida es la definición de una meta viable, que busque en principio consolidar la credibilidad más que reducir drásticamente la inflación. Sólo en esta medida lograremos romper las “fallas de coordinación” que subyacen en la inercia inflacionaria y generar un “círculo virtuoso”, basado en la generalización de la práctica de utilizar la inflación prospectiva, que es la clave para establecer metas más ambiciosas en los próximos años.

Roberto Junguito Bonnet*
Codirector del Banco de la República

* *Este trabajo se fundamenta en los resultados preliminares de una investigación sobre inflación y crecimiento realizada en compañía de José Darío Uribe, subgerente de Estudios Económicos del Banco de la República.*

El tema escogido por la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras, Asobancaria, para esta mesa redonda es de gran importancia para toda sociedad en cuanto se relaciona con los beneficios y costos de controlar la inflación. En el caso colombiano éste adquiere especial significación, a la luz del debate interno sobre la desaceleración de la actividad económica y su posible relación con el manejo monetario.

El enfoque utilizado en esta presentación no es simplemente el de discutir los costos de corto plazo de un proceso de desinflación, sino el de cotejar éstos frente a los beneficios obtenidos por rebajar la inflación, medidos en términos del mayor crecimiento por la economía en el largo plazo. Hacer otra cosa representaría un mensaje distorsionado del impacto económico de una política de estabilización, especialmente cuando se tiene en cuenta que aunque las pérdidas de corto plazo pueden resultar cuantiosas éstas son, al fin y al cabo, temporales, en tanto que los beneficios de inflaciones más bajas se dan de manera permanente en el futuro.

En este contexto se comienza a discutir sobre el vínculo entre el control de la inflación y el crecimiento de largo plazo. En la literatura económica se han identificado múltiples canales a través de los

cuales la inflación puede afectar negativamente la tasa de crecimiento de largo plazo de la economía. Por ejemplo, en una economía inflacionaria resulta imposible, en la práctica, contar con un sistema tributario que no castigue el ahorro y la inversión, determinantes fundamentales del crecimiento económico. Así mismo, la inflación disminuye el contenido de información del sistema de precios, lo cual lleva a las empresas a escoger una mezcla subóptima de insumos y bienes de capital y a cometer errores de pronóstico. Por último, la inflación reduce la capacidad del sistema financiero de llevar a cabo con eficacia su función de intermediación y aumenta la incertidumbre sobre la evolución futura de la política económica. Como bien anota Fisher (1993), la inflación es un indicador de la habilidad del gobierno para administrar la economía, pues un gobierno que permite altas tasas de inflación es, según él, sinónimo de una autoridad que ha perdido el control.

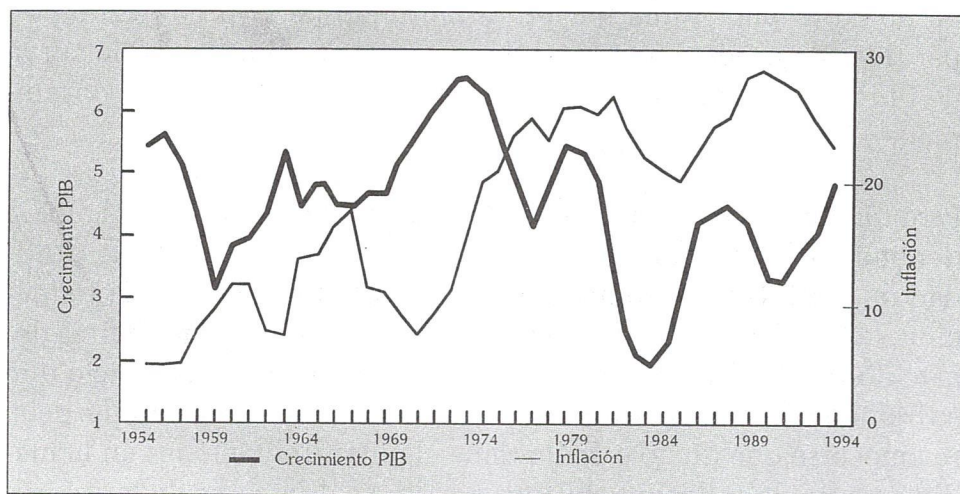
Con base en estudios de corte transversal fundamentados en la experiencia internacional, se ha buscado medir el impacto de la estabilización en la actividad económica. Los resultados indican que existe una relación inversa entre inflación y crecimiento (Cozier, 1992; Fischer, 1993; De Gregorio, 1995). A nivel conceptual, cabe destacar que con el control de la inflación se mejora el grado de eficiencia en la utilización de los recursos productivos, a raíz de las distorsiones que la inflación provoca sobre las señales de precios. Otro canal de transmisión es el impacto de una menor inflación, que actúa como un estímulo a la inversión al reducir la incertidumbre y, por tanto, las tasas de interés.

Antes de proceder a analizar los beneficios, en términos de crecimiento de largo plazo, para el caso colombiano vale la pena agregar que el impacto positivo de la estabilización sobre el crecimiento de largo plazo es sólo un reflejo parcial de los beneficios de controlar inflación. Para mencionar otros simplemente cabe agregar que la

inflación con indexación imperfecta deprime los salarios reales e incide en forma negativa, por dicha vía, en el ingreso real de los asalariados¹; de igual manera cabe agregar que la inflación erosiona la competitividad de la economía al apreciar la tasa de cambio real.

En el gráfico 1 se presentan las series anuales de inflación y crecimiento para la economía colombiana. Allí se evidencia que para la mayoría de los años la relación entre las variables ha sido inversa, o sea que en los años en que se logra bajar la inflación se estimula el crecimiento real de la economía y viceversa. Sólo se encuentran catorce años de correlación positiva entre inflación y crecimiento en un conjunto de 51 observaciones. Aparentemente 1996 será, sin duda, un año en el cual se reducirá el crecimiento y se elevará la inflación.

Gráfico 1
Inflación y crecimiento, 1954 - 1995
Promedios móviles (cuatro años)



1. Recientemente se publicó en la Revista del Banco de la República un buen resumen de la literatura sobre los costos de la inflación (Partow, 1995).

En un trabajo reciente, Uribe (1995) investigó la relación entre inflación y crecimiento de largo plazo para Colombia utilizando series anuales para el período 1952-1992, identificando que: 1) niveles de inflación entre 15 y 30% han tenido efectos negativos sobre el crecimiento económico colombiano a través de la reducción en el crecimiento de la productividad total de los factores; 2) los costos de mantener inflación de dos dígitos, en términos de crecimiento económico, se están incrementando en el tiempo. El autor identifica que por cada diez puntos de reducción de la inflación, la tasa de crecimiento de largo plazo de la economía aumenta anualmente medio punto porcentual. Con tales resultados concluye que aun para un país de inflación moderada y estable como Colombia, los beneficios económicos de reducir la inflación pueden ser significativos.

Entrando al tema de los costos de la desinflación, cabe destacar que en la literatura económica se señala que los esfuerzos de estabilizar las economías ordinariamente registran, como contrapartida de corto plazo, una mayor variabilidad de la producción con pérdidas de producción. Esta disyuntiva, conocida como “la curva de Phillips”, relacionaba originalmente la inflación con el desempleo.

Para medir los costos de la desinflación generalmente se calcula la denominada “relación de sacrificio”, la cual intenta medir la cantidad de pérdidas de producto por cada punto porcentual de reducción de la inflación (Ball, 1993). La idea que se encuentra detrás del cálculo del coeficiente es reflejar la disyuntiva de corto plazo que enfrentan las autoridades al buscar reducir la inflación, aunque debe reconocerse que dicho cálculo tiene algunas limitaciones en la medida en que la inflación obedece a motivos diferentes de las políticas empleadas, como sucede cuando se presentan choques positivos en la oferta.

Tal como se indica en el anexo a este trabajo, al aplicar dicha metodología para el caso colombiano se encuentra que los costos en términos de sacrificio del producto parecen ser muy inferiores a los calculados para los países de la Oede. El coeficiente calculado para Colombia es de 0,24, cifra similar a la encontrada en otros países de América Latina y muy inferior a las de los países industrializados.

Este tipo de resultado no debe sorprender cuando se tiene en cuenta que en trabajos recientes se ha encontrado que, para niveles bajos de inflación, existe una gran disyuntiva entre la estabilidad de precios y la estabilidad de la producción, pero que a niveles altos de inflación sus aumentos tienden, más bien, a incrementar la variabilidad del producto (Chadcha y Tsiddon, 1996; Easterly, 1996).

En todo caso, independientemente de la magnitud precisa del costo real de la desinflación, lo que también resulta importante discutir son las formas de reducir tales costos. Desde tal perspectiva se debe considerar que el costo de la desinflación está estrechamente vinculado a la credibilidad que en un momento dado pueda tener el programa de estabilización, y que, por lo tanto, uno de los principales objetivos de las autoridades debe ser, precisamente, incrementar dicha credibilidad.

Entre los orígenes más comunes de la falta de credibilidad se mencionan los siguientes factores: la incoherencia del programa económico; la denominada inconsistencia dinámica (i.e., entre el programa *ex ante* en áreas claves como la salarial frente a los resultados *ex post*); la información asimétrica de la sociedad en torno al compromiso real del gobierno de controlar la inflación (i.e., frente a la posibilidad de buscar sorpresas inflacionarias para reactivar la economía); el impacto que puedan tener shocks exógenos sobre la meta y la incertidumbre política (Agenor y Montiel, 1996). A estos factores debe adicionarse el de la reputación que vaya adquiriendo la autori-

dad monetaria –la Junta Directiva del Banco de la República– con el cumplimiento de la meta de inflación.

Una comparación rápida de los factores anteriormente anotados con lo sucedido en Colombia llevaría a considerar que todos han estado presentes, en mayor o menor grado, en nuestro caso. Circunscribiéndose de manera exclusiva a la política económica, cabe anotar que a pesar de utilizarse un sistema de programación financiera, tipo Fondo Monetario Internacional, en el que se busca establecer una coherencia entre la meta anual de inflación y las políticas monetarias, crediticias, cambiarias y fiscales, los programas ejecutados han resultado inadecuados para el cumplimiento de la meta. Cuando se compara el caso de Colombia con el de Chile, puede verse claramente la menor credibilidad que ha tenido la política de estabilización colombiana. En efecto, en los últimos cinco años –en los cuales ambos países han dispuesto de bancos centrales independientes y adoptado metas de inflación– Chile ha sido capaz de establecer metas de inflación más ambiciosas, las cuales ha cumplido con altas tasas de crecimiento, resultado que no se ha dado en Colombia, tal como se consigna en el cuadro 1.

Cuadro 1
Metas de inflación de Chile y Colombia

Años	Chile		Colombia	
	Meta	Observación	Meta	Observación
1990	n.d.	27,3	n.d.	32,4
1991	18-20	18,7	22,0	26,8
1992	13-15	12,7	22,0	25,1
1993	10-12	12,2	22,0	22,6
1994	9,0	8,9	19,0	22,6
1995	8,0	8,2	18,0	19,5
1996	6,5	–	17,0	–

Fuente: Banco Central de Chile y Banco de la República (Junguito y Vargas, 1996).

Al poner en conjunto los temas de los beneficios sociales de controlar la inflación frente a los costos de bajar la misma, resulta evidente que el dilema planteado en este trabajo comprende dos elementos: contemplar debidamente los beneficios de controlar la inflación, en términos de un mayor crecimiento económico de largo plazo, y buscar que los costos de desinflación sean lo más bajos posible.

En el anexo 2 de este trabajo se hace un cálculo preliminar de la tasa que igualaría, en valor presente, los beneficios –en términos de crecimiento económico de largo plazo– de rebajar la inflación, calculados por Uribe (1995). Con los costos representados por pérdidas de producción de corto plazo implícitas en los costos de desinflación, según las relaciones de sacrificio para el caso colombiano, los resultados indican que la tasa sería del 25%, porcentaje muy superior a los estimativos de la tasa de descuento social en la economía, lo que muy probablemente está reflejando incertidumbre sobre los retornos futuros y la falta de compromiso de las autoridades económicas con una baja permanente de la inflación.

Este resultado es en extremo interesante, en cuanto señala claramente los inmensos beneficios potenciales que tiene para un país como Colombia el propósito de rebajar la inflación, e identifica la importancia de disponer de un banco central independiente, con el mandato constitucional de velar por el poder adquisitivo de la moneda. Esto le permitirá a la sociedad superar la falta de credibilidad sobre los beneficios efectivos de la estabilización.

Lo anterior indica que, antes de argumentar que en Colombia se debe ceder en el empeño de bajar la inflación para evitar caídas del producto en el corto plazo, lo realmente pertinente es actuar en dos campos: en primer lugar, es necesario concientizar a la sociedad sobre los beneficios de controlar la inflación –tarea que les corresponde a las autoridades económicas– y, en segundo término, resulta

imperativo que la Junta Directiva del Banco de la República fortalezca su credibilidad para reducir así los eventuales costos de la desinflación, y garantizar que se concreten los beneficios de rebajar la inflación.

De aquí se desprende que lo importante es buscar mecanismos para reforzar el control de la inflación y reducir los costos de lograr tal objetivo. Ello implica la conveniencia de mantener y reforzar la independencia del Banco de la República con su mandato de controlar la inflación, así como también la búsqueda de una mayor coherencia en la formulación del programa macroeconómico anual; además, exige persistencia en el objetivo de controlar la inflación y requiere adoptar una adecuada combinación y secuencia de políticas, particularmente en los campos monetario, fiscal, cambiario y salarial.

En la medida en que la Junta cumpla efectivamente con las metas podrá incrementar su reputación y reducir los costos de la desinflación para el período siguiente. Todo esto se puede conseguir si el gobierno y la sociedad en general están de acuerdo con los beneficios netos de la estabilización.

Bibliografía

- Agenor, P. y P. Montiel (1996), *Development Macroeconomics*, Princeton University Press.
- Ball, O. (1993), "What Determines the Sacrifice Ratio", *Working Paper*, National Bureau of Economic Research.
- Cozier y Selody (1972), "Inflation and Macroeconomic Performance: Some Cross Country Evidence", Bank of Canada.
- Chadcha, B. y D. Tsiddon (1996), "Inflation, Nominal Interest Rates and Variability of Output", *IMF Working Paper*, October.
- De Gregorio, "Inflación, crecimiento y los bancos centrales: teoría y evidencia", *Crecimiento económico*, Banco Mundial-Banco de la República, 1995.
- Easterly, W. (1996), "When is Stabilization Expansionary", *Economic Policy*, April.
- Fischer, S. (1993), "Does Macroeconomic Policy Matter? Evidence from Developing Countries", *Occasional Paper* 28, ICEG, San Francisco, ICS Press.
- Junguito R. y H. Vargas (1996), "Central Bank Independence and Foreign Exchange Policies in Latin America", *Borradores Semanales de Economía*, Banco de la República.
- Partow, Z., "Una revisión de la literatura sobre los costos de la inflación", *Revista del Banco de la República*, abril de 1995.
- Uribe, J. D., "Inflación y crecimiento económico en Colombia", *Crecimiento económico*, Banco Mundial-Banco de la República, 1995.

Anexo 1

CONSTRUCCION DE "COEFICIENTES DE SACRIFICIO"

En este anexo se calculan los "coeficientes de sacrificio" para una muestra de 23 países a partir de la metodología de Ball¹, la cual distingue el coeficiente para diferentes períodos desinflacionarios. Los datos son anuales y van desde 1960 hasta 1994.

El coeficiente de sacrificio se define como la sumatoria de las pérdidas en producción por punto de inflación:

$$CS = \frac{\sum_{t=j}^{n-1} [y^*_t - y_t]}{\pi_j - \pi_n}$$

en donde y^* es el logaritmo del PIB real potencial, y es el PIB real y π es la inflación anual; j representa el año pico de la inflación y n el año en que termina el período de reducción de la inflación.

Los pasos para la construcción del coeficiente son los siguientes: el primero consiste en identificar los períodos en los que se presentan caídas dramáticas en la tendencia de la inflación. Para ello se calcula dicha tendencia en cada año como un promedio móvil trimestral de orden ocho centrado en el año. Luego se identifican los picos y las "depresiones" de la tendencia. Un pico se define como el año en que la inflación anual es superior al año anterior y al siguiente; las depresiones se definen en forma análoga con un año a cada lado. Un período de caída de la inflación es aquel que empieza en un pico

1. Laurence Ball, "What Determines the Sacrifice Ratio?", NBER Working Paper Series, WP No. 4306, 1993.

y finaliza en una depresión con una tasa anual de crecimiento al menos un punto y medio inferior a la del pico. Por último, una vez identificados los períodos de caídas en la inflación, se determina la pérdida del producto natural con relación al producto observado, y los puntos de reducción en la inflación.

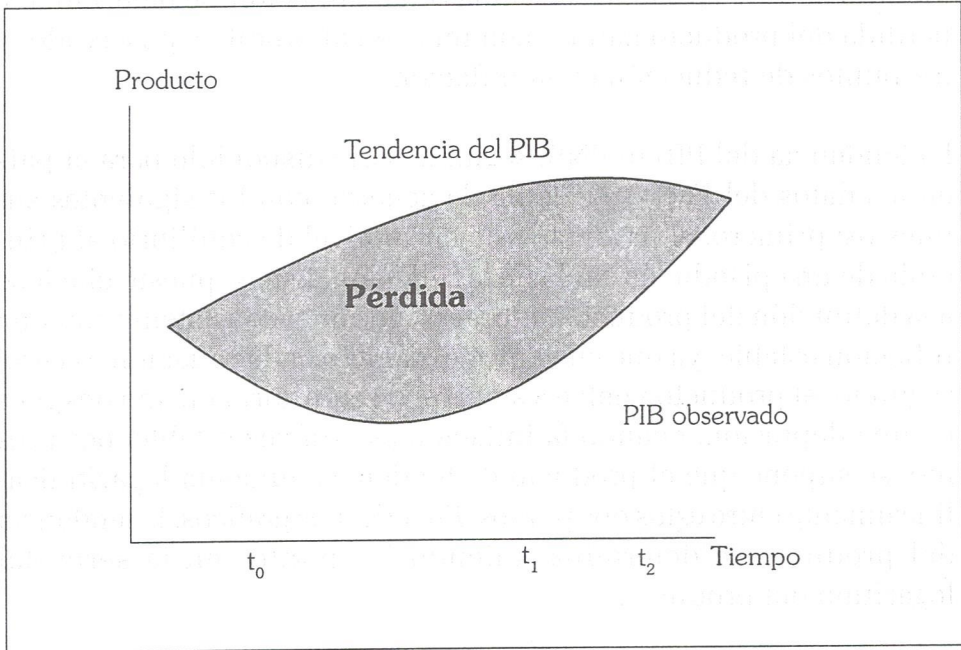
La tendencia del PIB (o PNB, según la serie disponible para el país en los datos del FMI) se calcula de acuerdo con los siguientes supuestos: primero, el producto está en su nivel de equilibrio al principio de un episodio de caída de la inflación. Este supuesto obedece a la definición del producto natural como aquel consistente con una inflación estable, ya que en el pico el cambio en la inflación es cero; segundo, el producto vuelve a su nivel de equilibrio un año después de una depresión, cuando la inflación es otra vez estable; por último, se supone que el producto de tendencia aumenta logarítmica-linealmente entre estos dos puntos. En términos gráficos, la tendencia del producto se determina uniendo los puntos en la serie del logaritmo del producto.

En el gráfico 1 se ilustra el ejercicio antes descrito. En la parte superior se muestra en qué momento cayó la inflación. En el momento t_0 la inflación empieza a decaer y termina de hacerlo en el momento t_1 . Paralelamente algo está ocurriendo con el producto interno bruto en estos años.

Para calcular el PIB potencial o de tendencia se unen los puntos del gráfico del PIB real entre t_0 y t_2 . El área sombreada representa las pérdidas del producto. Al dividir esta área por el número de puntos porcentuales en que cayó la inflación, se obtiene el "coeficiente de sacrificio". Para mayor detalle véase Ball (1993).

En el cuadro 1 se presentan los resultados del ejercicio aplicado a 23 países y 98 episodios de caída de la inflación. Como se puede

Gráfico 1



apreciar, en muchos países (v.gr. Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú, Uruguay, Venezuela, Corea, Filipinas, Indonesia, Japón) no existe prácticamente ningún sacrificio en el producto por bajar la inflación, y en otros –como India– hay beneficio. En general, para los países industrializados sí existe sacrificio, excepto para el Japón.

Cuadro 1
Coefficientes promedio

País	Número de episodios	Coefficiente promedio (%)
Latinoamérica		
Argentina	6	0,19
Bolivia	3	-0,27
Brasil	3	-0,10
Chile	4	-0,43
Colombia	6	0,24
Ecuador	3	0,02
México	6	1,41
Paraguay	6	0,11
Perú	5	-0,28
Uruguay	5	-0,49
Venezuela	4	-0,73
Asia		
Corea	3	0,26
Filipinas	5	-0,17
India	5	-8,46
Indonesia	4	0,03
Singapur	3	1,57
Tailandia	4	11,72
Industrializados		
España	2	4,26
Estados Unidos	3	6,08
Inglaterra	4	4,07
Italia	4	4,25
Japón	4	-0,59
Suiza	4	2,22

Anexo 2

COSTOS VS BENEFICIOS DE BAJAR LA INFLACION

En este anexo se calcula la tasa implícita que iguala en valor presente los costos de corto plazo de reducir la inflación con sus beneficios futuros.

Según Uribe (1994), reducir la inflación en un punto porcentual puede incrementar la tasa de crecimiento anual del producto en el largo plazo por lo menos en 0,05 puntos porcentuales. Por otra parte, cálculos realizados siguiendo la metodología de Ball (1994) muestran que el costo de bajar la inflación en Colombia representa, en el corto plazo, 0,24 puntos porcentuales de crecimiento del producto por cada punto de reducción de la inflación. Existe entonces una disyuntiva entre los beneficios de largo plazo de reducir la inflación y sus costos de corto plazo, por lo cual es de esperar que en la decisión de reducir la inflación se considere la valoración relativa de la sociedad respecto al presente y al futuro.

En el siguiente cuadro se muestra la tasa interna de retorno que iguala los costos de bajar la inflación con sus beneficios de largo plazo.

Costos y beneficios de bajar la inflación	
Costos de corto plazo	0,0024
Beneficios de largo plazo	0,005
Tasa de retorno implícita	0,25

La tasa de retorno implícita es del 25%. Con esta tasa, en los primeros seis años el nivel del PIB sin “desinflar” sobrepasa el nivel del PIB que incluye los costos de la contracción originados en la reducción de la inflación; no obstante, esta situación se revierte a partir

del séptimo año. Si la tasa de interés de la sociedad sobrepasa el 25%, esto significa que la sociedad otorga más valor a los costos que a los beneficios y, por lo tanto, no estaría dispuesta a aceptar en el presente una baja de la inflación (y viceversa).

Al respecto se deben mencionar dos limitaciones del cálculo: a) la metodología supone una relación lineal entre la disminución de la tasa de inflación y sus efectos sobre el producto; b) se supone que el PIB regresa a su nivel natural un año después de que la inflación alcanza su tasa mínima, y que una vez que se reduce la inflación, la autoridad económica no permite que vuelva a subir.

César González Muñoz
Presidente de la Asobancaria

La inflación es un mal social, cuyos costos son en verdad notorios; por esto, si Colombia quiere llegar a ser una sociedad moderna, debe bajar la inflación del 20% anual, reducirla establemente a un dígito y mantenerla en ese nivel. Claro, debemos llegar a la situación después de un proceso sostenible, sin destrucciones innecesarias, sin generar conflictos violentos. Con este fin la teoría económica y la teoría política se han inventado un binomio:

Primer elemento: Un banco central independiente o, en su defecto, una caja de convertibilidad, en donde se elimina en la práctica al banco central y a la política monetaria. El caso argentino reciente.

Parece que la Constitución colombiana, en este caso específico, no es el reflejo de un gran consenso social, pero de todos modos se cuenta con un banco central independiente; hay que mantenerlo y fortalecerlo. La Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia ha insistido en que, para bien de la independencia, el ministro de Hacienda no debería ser miembro de la autoridad monetaria. Un banco central independiente, bajo la responsabilidad de ciudadanos de la más alta valía personal y técnica, es una de las mejores garantías contra la inflación.

Segundo elemento: Un consenso en el sentido de que la inflación es un mal social. Los alemanes no tendrían la historia que han tenido desde 1945 en materia de inflación, si no estuvieran convencidos de que se hallarían frente a un enorme mal social si volvieran a ver las terribles consecuencias de la inflación de las décadas anteriores a la segunda guerra mundial.

Un banco central independiente, con lo mejor de los técnicos a su disposición, no puede tener éxito si no hay un consenso alrededor de que la inflación es un mal social enorme. Así se percibió en Argentina cuando la inflación llegó a ser del 20.000% en algunos meses a comienzos de esta década; se percibió en Chile cuando llegó a unos niveles sumamente elevados, también en Perú y, con menor intensidad, en Venezuela.

En Colombia, quienes pertenecen al mundo de la economía formal—incluyendo a los asalariados— no perciben el mal social que representa la inflación. Existe un Banco de la República autónomo, con independencia administrativa, una autoridad independiente que no recibe instrucciones ni del gobierno ni de nadie. Sin embargo, no hay un consenso social alrededor de la lucha contra la inflación, precisamente porque quienes tienen voz, poder, actividad económica “formal” no la ven como un mal social. Les corresponde convocar este consenso a las autoridades, a los líderes culturales, a las organizaciones ciudadanas; ésta no es una labor únicamente de la autoridad monetaria, sino un trabajo de los líderes de la sociedad.

Cinco años después de haber sido instalada una autoridad monetaria independiente, encargada constitucionalmente de luchar contra la inflación, ésta va a ser de 22%, que es el promedio de los últimos 27 años, convirtiéndose así en una de las más estables del mundo. Para las decisiones empresariales de los agentes económicos: consumidores, asalariados, empresarios, incluso para los propios buró-

cratas del gobierno, la estabilidad de la inflación es tal, que parece como si se viviera en un mundo donde ésta es máximo del 5 o 6%. Por fortuna, en Colombia nadie se muere de incertidumbre sobre cuál será la inflación de los próximos doce meses; en Chile o Argentina, por ejemplo, ha habido períodos de gran zozobra por la enorme variabilidad de la inflación y por la imposibilidad de manejar cualquier acto económico prolongado hacia el futuro, debido a la volatilidad tan enorme de la misma.

Hay en este país un sistema crediticio privado que presta a quince años y que capta a la vista, a tres, a seis y a doce meses. Esto no es posible en otro país de América Latina. Esto puede verse sólo en países de muy baja inflación, o en países donde la inflación se percibe como un proceso sumamente estable.

Hay que tomar en cuenta esa característica de la inflación colombiana. Gran parte de las actividades empresariales miran el futuro sobre la base de que la inflación tiene muy pequeña variabilidad. Por eso no es ninguna sorpresa que no haya consenso alrededor de los males de la inflación y por eso el esfuerzo cultural que deben hacer los líderes colombianos es mucho más grande aún. Lo que no tiene sentido es continuar insistiendo en que hay que aplicar todas las dosis necesarias de política monetaria restrictiva para que la economía se discipline; tampoco tiene sentido insistir en que la lucha contra la inflación colombiana debe librarse sólo mediante mecanismos clásicos y ortodoxos, que conducen a alzas en el desempleo y a caídas en el crecimiento, mientras que la inflación permanece inalterable. No tiene ningún sentido continuar en ese proceso inane de la política estatal contra el alza de precios.

Por eso es necesario revisar la política económica de corto plazo, con un sentido de interés ciudadano. El ministro de Hacienda, así como los miembros de la autoridad monetaria, son ciudadanos

preclaros, honestos y competentes técnicamente, pero es la sociedad entera la que debe apropiarse de la seriedad del problema bajo el liderazgo de esas autoridades.

Discrepo respetuosamente del ministro de Hacienda cuando desdeña, sin fórmula de discusión, cualquier posibilidad de utilizar el gasto público como mecanismo para estimular la demanda en las actuales circunstancias económicas colombianas. Al contrario; creo que merecemos una discusión pública sobre las reales posibilidades de reactivar en el muy corto plazo la economía nacional mediante acciones de tipo fiscal. Pero no debe haber confusión: ello no significa que no se imponga un sustancial ajuste fiscal en Colombia. La revolución de las finanzas públicas y del Estado en general que hemos diferido y demorado por largo tiempo, tomará varios años en consolidarse.

Sin embargo, el análisis de los dispositivos fiscales de corto plazo para enfrentar la debilidad de la demanda pertenece a un mundo analítico bien diferente. Unas preguntas que considero relevantes a este respecto son: ¿En cuánto se calcula que caiga el recaudo programado de impuestos para 1996? ¿Cuáles son las causas de este mal comportamiento tributario? ¿Qué papel desempeña en ello la notoria desaceleración de la demanda?

Finalmente, estoy de acuerdo con el ministro Ocampo al señalar que es indispensable manejar el binomio de una autoridad monetaria independiente y de un consenso convocado a través del fortalecimiento del Pacto Social. Este es absolutamente esencial para reducir los costos de la inflación. La autoridad monetaria no debe pertenecer a los organismos de decisión del Pacto Social ni a los contratantes, pero sí debe estar muy cerca, con oído atento y los ojos bien abiertos, para saber qué está pasando ahí, y además explicar clara y continuamente cuáles son sus intenciones. Insisto: lo

que no puede seguir ocurriendo en Colombia es que todo lo que tengamos sea una inflación inercial, sorda, inamovible, y un desempleo creciente. ¿Vamos a llegar primero al 15% de desempleo que al 15% de inflación?

Domingo Cavallo
Exministro de Economía de Argentina

Después de soportar durante casi medio siglo una economía caracterizada por la hiperinflación y el mal manejo, en los últimos cinco o seis años Argentina prácticamente ha alcanzado la estabilidad de precios, es decir, inflación cercana a cero, algo que no se ha logrado aún en los demás países de América Latina.

Sin embargo, no podemos autoelogiarnos mucho por esto frente a países como Colombia y Chile, que durante 20 años han hecho un manejo macroeconómico generalmente responsable, y han alcanzado inflaciones moderadas con tendencia a la baja y crecimiento económico sostenido, con pocas circunstancias de recesión o crecimiento muy lento.

Bajar la inflación en un lapso de diez o quince años es muy bueno porque va a originar un rápido crecimiento. Entonces quien está manejando el país y ha sido elegido por el pueblo tiene que incurrir en una política que le va a producir un lento crecimiento o una recesión en lo inmediato, causándole por consiguiente la pérdida de las próximas elecciones; por tanto, como es natural, no va a haber política antiinflacionaria.

Por eso hay que pensar seriamente sobre si en realidad hay un alto sacrificio en estabilizar de golpe e ir de inmediato a inflaciones muy bajas, en términos de crecimiento económico, de nivel de actividad y, por ende, de costo político para quienes toman esa decisión.

Al parecer las evidencias empíricas apuntan más bien a señalar que la estabilidad de golpe y las tasas de inflación bien bajas de inmediato tienen un elevadísimo rédito político y les permiten ganar elecciones a quienes logran esos efectos, al igual que tener el tiempo suficiente en el gobierno para hacer otras reformas. Esta situación se ha vivido en Argentina, en Brasil y en Ecuador, países en los cuales un dirigente político que ha ganado con el voto de los sectores populares sabe, por intuición y vivencia política, que para los pobres, y por lo tanto también para sus futuras elecciones, tratar de lograr una inflación baja o una estabilidad total es algo muy valioso.

No obstante, lo que los economistas tienen que pensar es cómo una verdadera estabilidad, de inflaciones muy bajas como las de América del Norte, Europa o Japón, se puede lograr con expansión económica, con crecimiento, con buen desempeño económico y con rédito político. Este es un aspecto clave.

La idea según la cual se incurre en un sacrificio al querer bajar la inflación en el corto plazo se apoya en parte en que las políticas que se anuncian para alcanzar esta meta, en general, no las creen los agentes económicos. Una economía con 20% de inflación, operaciones a tasa nominal de seis meses promedio y que avanza hacia el futuro, si encontrara de repente la forma de bajar la inflación a 0%, provocaría una enorme transferencia de ingresos desde los deudores hacia los acreedores. En principio a los bancos podría gustarles esa política, porque ellos son acreedores netos, pero hay que tener cuidado con esto, porque más acreedores netos que los bancos son los depositantes, que en realidad son los acreedores de los mismos bancos.

Si, por ejemplo, una estabilización repentina con operaciones financieras pactadas hacia el futuro, a tasas que involucran una expectativa de inflación más alta, provoca que los deudores de los bancos se transformen en malos deudores y no les paguen, después los bancos no les van a poder pagar a los depositantes. Hay una inercia inflacionaria metida en las tasas de interés, que se proyecta hacia el futuro y dificulta el ataque frontal e inmediato como para ir rápidamente a una inflación muy baja. Por eso se trata de espaciar ese costo de la transición, ese riesgo de tener una inflación a la baja—cuando todavía las tasas de interés de las operaciones pactadas hacia el futuro no ha bajado consistentemente—, es decir, de distribuir en el tiempo y hacer el proceso más digerible.

Ultimamente en algunos países de América Latina se ha aprendido a ganar credibilidad en materia de política antiinflacionaria, así como a romper la inercia de las transacciones financieras hacia el futuro.

Con el plan del austral en Argentina, que no fue un plan exitoso en el mediano y largo plazos, pero que sí produjo efectos inmediatos, se utilizó un mecanismo que había inventado un economista norteamericano, con el cual se pudieron replantear las operaciones financieras hacia el futuro y evitar esa transferencia de acreedores a deudores. Los brasileños, que habían aplicado algo parecido con el famoso Plan Cruzado—que también fue un fracaso—, posteriormente lo perfeccionaron y utilizaron, lo que se llamó la unidad de cuenta durante un período corto de transición, que permitió reescribir los contratos financieros hacia el futuro; entonces, cuando aplicaron el plan real, no tuvieron ningún problema de transferencia desde deudores hacia acreedores y viceversa, lo que podría haber provocado una crisis financiera. En otras palabras, este problema de inercia en el sistema financiero ya tiene solución, ya se han inventado las soluciones y hay que tener en cuenta ese instrumento si se propone ir de golpe a una inflación mucho más baja que la que se tenía antes.

Por otra parte, está el tema de cómo ganar credibilidad. Para que la desinflación no sea costosa tenemos que liberarnos de una herencia que trajimos de Inglaterra los que estamos sobre el Atlántico y de América del Norte los que están sobre el Pacífico, por allá por la década del veinte: la idea de que el tipo de política monetaria que podían aplicar los bancos centrales del hemisferio norte también era buena para América Latina. Nos la trajeron y nosotros compramos la idea. Así, los países que están sobre el Pacífico tienen las juntas monetarias y los bancos centrales, y los que están sobre el Atlántico tienen los bancos centrales, con la Superintendencia de Bancos dentro de éstos.

Con todo, esas instituciones eran para países con monedas de cierta envergadura, valor y tradición, con las que se puede hacer política monetaria, pues con ninguna moneda débil se puede hacer demasiada política monetaria como no sea para estabilizar los precios.

En Argentina, donde en esa época se usaba la libra esterlina o el dólar, o sus propias monedas estaban atadas a monedas extranjeras a través de cajas de conversión o similares, se creyó que la política monetaria de los bancos centrales podía ser igual a la del Banco de Inglaterra; sin embargo, no fue así. América Latina se infectó de una inflación muy alta, pues es una ilusión creer que en un país que no tiene una moneda con tradición, respetada, valorada por su pueblo —cosa que es fácil detectar porque por seguridad la gente prefiere tener parte de sus ahorros en moneda extranjera—, la política monetaria puede lograr algo más que estabilizar los precios. Es como si se pensara que con la política monetaria se puede provocar una reactivación, atenuar un *boom*, o influir sobre las tasas de interés de corto plazo. Esa es una equivocación. Ni siquiera en un período de cinco o diez años, después de haber creado una moneda fuerte, un país recupera esa capacidad; tienen que pasar tal vez dos o tres décadas para lograrlo.

Por ejemplo, si se fija el tipo de cambio, que es la forma menos costosa en lo inmediato para estabilizar en el corto plazo en términos de expansión económica pero se guardaba, por si acaso, el instrumento de la política monetaria, puede pasar lo que les sucedió a los mexicanos en 1994-1995; es decir, se provoca una expansión del crédito interno y un movimiento de las reservas inconsistente entre si que inmediatamente lleva a la devaluación de la moneda. Si se ha de ganar credibilidad no hay que engañarse, y una forma de no hacerlo es darse cuenta de que en realidad aquellos regímenes monetarios que teníamos antes de que nos vendieran la idea de los bancos centrales eran bastante sensatos para países como los nuestros porque evitaban que nos autoengañáramos y además nos enseñaban que para que haya crédito tiene que existir ahorro interno o externo. Mucha gente cree que el banco central puede remplazar el ahorro interno o externo en la creación de crédito y en posibilidades de financiamiento para algún sector. Eso es una ilusión.

Si el plan de estabilización para provocar una inflación muy baja y conquistar la estabilidad –cosa que los políticos saben que tiene valor y que con eso ganan elecciones– inspira mucha credibilidad y rompe los mecanismos de inercia que normalmente están metidos en las transacciones financieras con vencimiento futuro; puede, en forma rápida, moverse a inflaciones muy bajas con expansión económica, y anticipar en el tiempo las ganancias que de seguro se obtendrán en el mediano y largo plazos. La gran ventaja es que se ganan elecciones y entonces se prolonga el período de gobierno.

Alejandro Foxley
Exministro de Finanzas de Chile

América Latina, incluyendo a Colombia, ha hecho notables avances en la década del noventa. Desde el punto de vista económico, la región estuvo creciendo al 1% en la década del ochenta y a más del 3% en la década del noventa.

En términos de credibilidad frente a los mercados financieros internacionales, América Latina recibe flujos de entrada de capitales a niveles de 30, 40, 50, 60 mil millones de dólares al año a partir de 1990, en parte como producto de una fase de bajas tasas de interés en Estados Unidos y en parte también como resultado de una buena lectura de los procesos de transformación económica de la región, hechos que han significado que la región haya pasado de ser lo que el *Financial Times* en un momento llamó “un continente a la deriva”, a convertirse en un mercado emergente, atractivo e interesante, potencialmente importante desde el punto de vista de la asignación de recursos a nivel mundial.

Nuestros empresarios han avanzado notablemente en cuanto a su capacidad para enfrentar los procesos de apertura y tener éxito en los mercados mundiales. Sin embargo, los agricultores chilenos se quejan del desastre en que los ha involucrado el gobierno con el proceso de apertura y la entrada al Mercosur, pero no tienen en

cuenta que en los últimos años ellos han logrado exportar cerca de 600 productos agrícolas distintos a más de 120 países o mercados del mundo.

Muchos países de la región han progresado significativamente en términos de la reducción del déficit fiscal y un manejo más adecuado de las finanzas públicas. Hace poco apareció en *The Economist* un cuadro de los poderes de paridad de compra de los países, en el cual se comparaban valores, en dólares de 1994, con el poder de compra equivalente de Estados Unidos; según estas cifras, América Latina está ya definitivamente a mitad de camino del desarrollo que hoy en día tienen los países de la Oede. Por ejemplo, Chile y Argentina –de acuerdo con esa medición–, estarían con ingresos per cápita de US\$9.000 aproximadamente, Venezuela y México de unos US\$8.000, y Colombia y Brasil de entre US\$6.000 y US\$6.500 con un promedio para los países de la Oede de US\$18.500 per cápita. Por lo tanto, América Latina ya no es ese continente con un grado de precariedad absoluta, tratando de emerger de la oscuridad, de la pobreza y la miseria; ahora es una región de desarrollo intermedio pero emergente, potente y con buenos mercados.

El caso de Colombia es notable en América Latina, debido a la capacidad que ha tenido en el plano del manejo macroeconómico para mantener una continuidad, una coherencia, un enfoque que ha sido compartido por sucesivos gobiernos, así como por un conjunto de profesionales de la economía altamente competentes que han implementado un determinado enfoque, caracterizado por un cierto gradualismo en el proceso de avance hacia la estabilidad y el crecimiento, y posteriormente hacia la globalización y modernización de la economía.

Las opciones y dilemas que enfrenta Colombia hacia el futuro tienen que ver con los activos que se han logrado y una tasa de crecimiento del 4,1%, sostenida más o menos durante 25 años, cifras

nada despreciables en un continente que ha estado sometido a fuertes vaivenes en materia de política económica.

Por otra parte, no estoy de acuerdo con ciertos compatriotas que hacen unos discursos tremendamente triunfalistas, en función de lo que algunos llaman "el milagro económico chileno". No comparto este enfoque porque creo que Chile ha llegado a una determinada visión de su política económica como resultado de un proceso de aprendizaje extremadamente duro. Pensemos en los errores cometidos a comienzos de los años setenta por el gobierno de turno y los de los primeros diez años del gobierno de Pinochet en cuanto al manejo macroeconómico. Errores que, por fortuna, Colombia nunca cometió.

Colombia corre un grave riesgo: caer víctima de una cierta auto-complacencia. A pesar de las quejas y las disputas que pueda haber entre el banco central, el Ministerio de Hacienda y la Asobancaria, al final este 20 o 30% de inflación, este 4% de crecimiento, no es un mal arreglo, pues produce un avance sistemático en una determinada dirección. Obviamente, la cuestión es que en la economía mundial están ocurriendo cambios muy importantes y el proceso de globalización e internacionalización nos plantea un desafío: o hacemos parte del proceso, o nos quedamos por fuera de él; si optamos por lo segundo, con una inflación del 20 o 30%, tal vez no podremos estar en el centro del proceso de cambio, que necesita una capacidad de adaptación empresarial vertiginosa y también una alta sofisticación en la política económica.

En esta nueva fase hay que ver cómo llegamos en un plazo razonablemente corto a las condiciones prevalecientes en esta economía internacionalizada, cómo nos ponemos unas metas para alcanzar una inflación de un dígito en el 2000 o el 2005, es decir, que signifiquen equilibrio fiscal. Por su parte, los europeos pretenden alcan-

zar un desequilibrio fiscal del 3%, en tanto que nosotros debemos ver cómo nos ponemos metas de aumento de productividad de un 5% al año, y metas de reducción de umbrales de pobreza, también hacia el año 2000. Creo que son los elementos que, desde el punto de vista de la competitividad de la región, hay que poner al frente como exigencias para ser actores de primera clase.

Igualmente, hay que equilibrar la visión en materia de estabilización, con un planteamiento alternativo al presentado por Domingo Cavallo: la experiencia chilena a partir de 1990, la cual se da en un contexto democrático y parte de un nivel de inflación más parecido al colombiano. Cuando comenzamos teníamos un 27% de inflación y en seis años la hemos bajado al 6%. El próximo año la meta va a ser alrededor del 5%, y en un par de años más creo que estaremos en un 3 o 4%.

El enfoque chileno demuestra que la gradualidad es posible y efectiva para alcanzar una meta de inflación de un dígito y, eventualmente, para llegar al nivel de los países desarrollados. Esto es posible por lo menos a partir de inflaciones como la colombiana. No estoy seguro de que pueda lograrse en casos de hiperinflación, por lo cual tendríamos que entrar a analizar el caso de Argentina y lo que se está haciendo en Brasil, que es una variante, sin la ley de convertibilidad, pero que ha sido un elemento fuerte en la eliminación de la inflación inercial y una notable capacidad para bajar rápidamente la tasa de inflación, sin comprometerse en un tipo de cambio fijo.

En el caso de Chile, creo que el avance gradual hacia la reducción inflacionaria ha sido más drástico que el enfoque colombiano en esta materia. Una reforma fiscal fuerte, como un elemento de generación y de fortalecimiento de un superávit fiscal; una reforma tributaria que genera una mayor recaudación tributaria del orden de tres puntos del PIB, que le da flexibilidad al gobierno para aplicar

un ajuste por el lado de la demanda sin provocar un deterioro significativo en los gastos públicos, particularmente en materia de inversión social; una política de manejo monetario cuidadoso, a través de las tasas de interés; una política de aumento gradual del grado de apertura de la economía para ir forzando a las empresas a incrementar la productividad requerida para acomodar una menor tasa de inflación, y una política cambiaria que busca dar una señal clara al sector real de la economía para que no se lleve sorpresas al enfrentar súbitamente deterioros en el tipo de cambio de tal magnitud, que puedan generar un proceso recesivo muy agudo.

Los anteriores son los elementos centrales para bajar la inflación, particularmente el tema fiscal, que es absolutamente clave, no sólo por el control del nivel del gasto, sino desde el punto de vista de las expectativas y la credibilidad del plan antiinflación.

A esto hay que añadir el Pacto Social, más como un elemento complementario de refuerzo, que como elemento central. Durante los cuatro años que estuve al frente del Ministerio de Hacienda se hicieron pactos con los empresarios y los trabajadores, en los cuales se introdujeron los conceptos de inflación esperada y de aumentos de productividad, que determinaron el reajuste de los salarios de los empleados públicos y también los reajustes de salario mínimo, pensiones, etc. Es importante señalar estos puntos porque de alguna manera son un camino abierto y un tema que seguramente se va a discutir en Colombia, tal como ocurrió en Chile, con mucha fuerza.

Lecciones del proceso de estabilización

Hay que hacer el ajuste fiscal lo antes posible; un ajuste real y no cosmético. En ese sentido creo que los procesos de privatización, que de alguna manera han sido indispensables, introducen una ten-

tación desde el punto de vista del manejo de las finanzas públicas porque sin duda generan importantes ingresos al fisco, los cuales sirven para mejorar las cuentas públicas y mostrar un descenso del déficit, pero no estructural sino coyuntural. Al final los mercados, cuando entienden que el ajuste fiscal no se ha hecho, de alguna manera reaccionan con un cierto grado de incredulidad frente a las metas adicionales que el gobierno se fije en materia de inflación o de crecimiento.

Cautela en la apertura de la cuenta de capitales

El asunto de la política cambiaria y de las anclas nominales es una discusión abierta. Me parece notable el éxito del enfoque económico argentino con la convertibilidad y la fijación del tipo de cambio, ya que es un enfoque que requiere el coraje, el talento, la perseverancia, la persistencia, la fuerza, la convicción y la claridad del objetivo final que tiene un Domingo Cavallo, pues no muchos individuos que están en posiciones similares pueden contar con esa conjunción de talentos y de respaldo en un momento determinado, para jugársela en una política altamente riesgosa.

En el fondo, lo que se intenta con esa política es una carrera contra el tiempo, entre la pérdida de competitividad que la fijación del tipo de cambio produce en el sector de bienes transables y los aumentos de productividad que deben ir generándose a partir de la revisión de la estructura de costos del aparato productivo, para compensar la pérdida de competitividad y poder salir adelante, sobre todo en el desafío exportador. Además al fijar el tipo de cambio, el banco central no puede ser un prestamista de última instancia, por lo cual no le queda más que un solo instrumento efectivo para absorber los shocks externos: el nivel real de actividad en la economía. Frente a estos shocks, la economía va a tender a ajustarse con

menor nivel de actividad y con aumentos en las tasas de desempleo.

Mirando a través del tiempo, si se apuesta a economías como las nuestras en América Latina, relativamente vulnerables, sobre todo si son abiertas, se podría predecir que en una economía que sigue esa trayectoria va a haber mayores fluctuaciones en los niveles de actividad y se van a enfrentar tasas de crecimiento positivas, en algunos años muy buenas y en otros muy malas, al igual que fluctuaciones en los niveles o tasas de desempleo.

Por consiguiente, si en la estrategia de crecimiento de largo plazo se está apuntando a un modelo de desarrollo más asiático, con tasas de inversión del 30%, ¿cómo se estabilizarían mejor las expectativas de los inversionistas? ¿Cómo se alargaría su horizonte de decisión: buscando estabilizar las señales en el lado real de la economía o fijando el tipo de cambio y permitiendo fluctuaciones bastante agudas en los niveles de actividad real? El empresario tendrá que apostar: invierte o no cuando la economía crece +6 un año o -6 al siguiente, +4 al otro, -5 o -3 al subsiguiente. Ese es un tema de discusión abierta y válido para determinar la política de estabilización.

Finalmente, quiero hacer dos observaciones que considero importantes: si el camino que hemos de recorrer de alguna manera tiene algo que ver con lo que han hecho los países del este de Asia, tenemos que estar pensando en tasas de crecimiento del 7%, en tasas de ahorro nacional del orden del 30% del PIB, en tasas de crecimiento de las exportaciones de un 7% al año, y niveles de inflación de un dígito; pero, a la vez, tenemos que mirar un poco otros temas que se están quedando por fuera, particularmente la distribución del ingreso.

En una distribución típica para los países del este asiático, el 20% de las familias de ingresos más pobres tendría un 6 o 7% de la renta

nacional, mientras que en América Latina ese mismo segmento tendrá menos de la mitad, quizás un 3% del ingreso nacional. Recientemente se publicó un trabajo de Michael Bruno y otros economistas del Banco Mundial en el que se trata de mirar de nuevo esta correlación de distribución de los ingresos, básicamente diciéndoles a los países que no se preocupen por una mala distribución de los mismos, pues esto sólo es un fenómeno transitorio.

La verdad es que en este trabajo se plantea una relación inversa y se da una voz de alerta respecto a dos temas: distribución de ingresos y distribución de activos. Allí se señala que una distribución de ingresos demasiado dispar, además de debilitar los consensos y la legitimidad del sistema político en un sentido genérico, introduce un elemento que no es menor. El argumento dice: a mayor disparidad de distribución del ingreso, por cada punto de crecimiento económico, un porcentaje menor de los frutos de ese crecimiento llega a una masa mayor de la población; de persistir ese fenómeno, esa masa mayor de la población va a inclinarse, inevitablemente, a través del presupuesto público; esto es, va a poder compensarse del bajo impacto que el proceso de crecimiento *per se* le genera. Por lo tanto, se establece una cierta inestabilidad en el acuerdo político fundamental que sustenta una determinada tasa de tributación, la cual, a su vez, empuja o no una determinada tasa de inversión. En esto hay una nota de cautela: el tema de la distribución del ingreso no es neutro, es un tema del cual tenemos que preocuparnos.

Igualmente, según el trabajo de Bruno, más importante que la distribución de los ingresos –donde hay una relación causal más clara– es la distribución de los activos y la tasa de crecimiento –distribución mucho más igualitaria de los activos en los países del este de Asia–, al igual que tasas de inversión y de crecimiento más elevadas, debido a diferentes razones de causalidad. Activos de distintos tipos: activos físicos (tierra, capital), activos de inversión en capital

humano (educación, nutrición, salud). En los activos de capital, uno de los argumentos es la estructura de propiedad de los activos en el sector agrícola. Si hay una gran cantidad de campesinos con muy poca tierra, esos campesinos no tienen acceso al crédito, no pueden invertir y, por tanto, no pueden aumentar su productividad. Entonces se desperdicia un potencial de crecimiento de la economía porque se cuenta con un sector moderno que está aumentando productividad a un ritmo aceptable y, por otra parte, con un sector moderno que no crece porque no tiene acceso al crédito y no puede invertir. Este es un argumento importante que tiene relación con la necesidad de revisar lo que nuestros gobiernos y estados están haciendo para posibilitar el acceso de activos a los sectores de menor productividad.

En la Fundación Carvajal (en Colombia), por ejemplo, puede verse el esfuerzo sistemático del sector privado, a través de la microempresa, por desarrollar la capacidad de la población urbana y rural en la elaboración de proyectos, con el fin de que se pueda incorporar a la economía mediante un proceso de aumento gradual y sostenido de productividad. Es un tema fundamental como potenciación de la tasa de crecimiento de la economía en su conjunto.

Recientemente expuse los resultados de dos estudios internacionales comparativos. Uno es sobre competitividad internacional, que compara 48 economías en el mundo; es un estudio realizado en Ginebra, con un conjunto de indicadores que miden la competitividad internacional de los países. El otro es el índice de desarrollo humano de Naciones Unidas, el cual tiene un conjunto de indicadores, pero los más significativos son el grado de alfabetización y la cobertura del sistema educacional, es decir, cuántos logran llegar al sistema educacional especialmente básico, y las expectativas de vida al nacer. De acuerdo con estos resultados, hay ciertos países –Brasil, México, Venezuela y Colombia– donde a través de varias décadas

de inversión en educación y en salud básicas, en esfuerzo de alfabetización, se ha logrado avanzar en un nivel de desarrollo humano relativamente significativo, sin retroceder en materia de competitividad internacional.

Hay otro grupo de países –Argentina, Portugal, España, Tailandia, Corea, Chile– en los cuales, en lugar de verse una especie de conflicto entre la meta de crecimiento de la competitividad y el grado de avance de desarrollo humano, se observa que ambos indicadores marchan en conjunto; es decir, se produce una complementariedad entre el esfuerzo de inversión, particularmente en educación, y el aumento de la competitividad en la economía.

Me parece que América Latina está llegando rápidamente a un punto en el cual, después de los procesos de ajuste, de reestructuración productiva hacia los sectores exportadores, de mejora de la situación fiscal y de despertar la capacidad de creatividad empresarial en nuestros países para alcanzar esas metas a nivel macroeconómico, tiene que haber un proceso de inversión en capital humano, esto es, masificar la mejora en la calidad de la educación, más que en su cobertura. En el momento en que esa educación adquiera una calidad compatible con los aumentos de productividad requeridos por una economía globalizada, la inversión social será absolutamente complementaria con el proceso de estabilidad y crecimiento económico, y este falso dilema desaparecerá en forma definitiva, poniendo este tema como prioridad de las políticas de largo plazo: una transformación a fondo, revolucionaria, de nuestros sistemas educativos, si queremos ser economías verdaderamente competitivas en el siglo XXI.

César González Muñoz
Presidente de la Asobancaria

Estoy de acuerdo en que la experiencia chilena y el manejo de su política económica son mucho más parecidos a nuestras propias condiciones, que los planteamientos radicales contenidos en las propuestas argentinas. En el fondo, hay un gran acuerdo entre los colombianos que tenemos interés en discutir estos temas.

Creo, sí, que ha habido un tremendo sobreajuste; mi opinión es que entre 1994 y hoy día se ha producido un gran sobreajuste en la política económica, que la demanda se ha debilitado innecesariamente de manera excesiva y que es posible encontrar un pacto entre las autoridades económicas para reducir los costos de la desinflación.

Sería muy bueno que hubiera mucha más información y análisis sobre los acuerdos y las discusiones entre el gobierno y las autoridades monetarias. En cualquier parte del mundo donde estas cosas están suficientemente desarrolladas, las actas de las reuniones entre el ministro de Finanzas y la autoridad monetaria son públicas, porque en la práctica es muy importante conocer qué están pensando, qué están haciendo, para dónde van. Es la única manera de arraigar la credibilidad, aspecto indispensable para una autoridad monetaria.

Si Colombia tiene hoy un sobreajuste restrictivo, en buena medida se debe al hecho de que hubo un sobreajuste en la otra dirección, en los años anteriores a 1994. No puede olvidarse ese pasado. El ministro de Hacienda admite hoy que no existe espacio posible para una política fiscal anticíclica; ello se debe a que se presentó un exagerado crecimiento del gasto público entre 1992 y 1994; igualmente, los errores de política monetaria en 1990 y 1991, cometidos por la Junta Monetaria, no dejaron espacio para que fuera posible manejar de otro modo la coyuntura de expansión fiscal entre 1992 y 1994. La autoridad monetaria y los gobiernos deben darles respuestas apropiadas a los ciudadanos sobre lo que están haciendo y, cuando sea oportuno, sobre lo que sus antecesores han hecho.

El excesivo aumento del gasto público, del gasto privado y del crédito, así como la caída de la tasa de ahorro entre 1992 y 1994 condujeron, en la práctica, al sobreajuste restrictivo de 1994 a 1996; es decir, Colombia está ante una situación bien curiosa: desde la instalación de una autoridad monetaria independiente, las variables macroeconómicas se han vuelto más inestables que en el pasado. Pese a la gran estabilidad y al acuerdo implícito de las clases dirigentes sobre el manejo de las variables macroeconómicas en los últimos 25 años, parecería que el ejercicio de la autoridad monetaria independiente estuviese causando una mayor tendencia a la inestabilidad macroeconómica en algunos aspectos básicos. Ello, aparte de ser curioso, es bien preocupante. Además de causar interés intelectual, debería despertar interés por la definición de las responsabilidades políticas de quienes están investidos de autoridad. El asunto es de interés público.

Los ciudadanos deberíamos discernir las responsabilidades relacionadas con el sobreajuste actual, que ha sido causado en muy buena medida por un sobreajuste previo en la dirección contraria; deberíamos aprender de esos episodios.

La falta de espacio fiscal en el presente tiene su origen en el exceso de crecimiento del gasto público antes de 1994, precisamente cuando se requería mayor austeridad fiscal porque era el momento en que se estaba abriendo la economía y se estaba produciendo una sustancial reforma financiera.

108

Este libro se terminó de imprimir en los talleres
de la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras
de Colombia, Asobancaria, en febrero de 1997.

Santafé de Bogotá, Colombia