APERTURA: DOS AÑOS DESPUES

ASTRID MARTINEZ ORTIZ
EDITORA

COMPILACION DE LOS DOCUMENTOS PRESENTADOS EN EL XIII SIMPOSIO SOBRE MERCADO DE CAPITALES
MEDELLIN, OCTUBRE 28, 29 Y 30 DE 1992

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

Derechos reservados © 1992

ISBN: 958-9040-21-7

Edición: Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia

Carátula: Antonio Márquez

Primera Edición: 850 ejemplares

Impresión: Fotomecánica Industrial

INDICE

EDITORIAL

SESION DE INSTALACION

Antonio José Restrepo 3
Presidente del Comité Regional de ASOBANCARIA en Medellín

César González Muñoz 5
Presidente de la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia

Rudolf Hommes Rodríguez 19
Ministro de Hacienda y Crédito Público de Colombia

I. PERSPECTIVA INTERNACIONAL DE LA APERTURA EN COLOMBIA

LA POLITICA MACROECONOMICA Y LA APERTURA: UNA PERSPECTIVA INTERNACIONAL
Rudiger Dornbusch 31

MERCADO DE CAPITAL Y LA EXPERIENCIA MEXICANA: ¿CÓMO PUEDE BENEFICIARSE COLOMBIA?
Louis G. Schirano 53

ECONOMIA MUNDIAL, MERCADOS EMERGENTES Y OPORTUNIDADES PARA COLOMBIA
Astrid Martínez Ortíz 61

BASES PARA UNA NEGOCIACION DE COLOMBIA EN UNA AGENDA DE INTEGRACION FINANCIERA
Luis Alberto Zuleta 105
Martin Maurer

Comentario:
Javier Gómez Restrepo 155

II. LA POLITICA MACROECONOMICA EN COLOMBIA

REFLEXIONES SOBRE EL MANEJO MACROECONOMICO EN COLOMBIA
Roberto Junguito Bonnet 161

DOS AÑOS DESPUES: LA APERTURA ECONOMICA EN MEDIO DE AVATARES EXTERNOS
Juan Luis Londoño 187

Comentarios:
Rudiger Dornbusch 229
Luis Jorge Garay S. 234

ESTABILIZACION MACROECONOMICA Y TASAS DE INTERES EN COLOMBIA: ¿SE AGOTO OTRO MODELO?
Alberto Carrasquilla 243

Comentario:
Mauricio Cárdenas 243

Respuesta al Comentario 314

POLITICA CAMBIARIA Y ESTRATEGIA EXPORTADORA
Leonardo Villar Gómez 319

Comentario:
Juan José Echavarría y 373
Alejandro Gaviria

III. LA APERTURA Y LA LIBERACION FINANCIERA EN COLOMBIA. MESA REDONDA

César González Muñoz 389
Mauricio Cabrera Galvis 393
Néstor Humberto Martínez 409

IV. EL COMPORTAMIENTO DEL SECTOR BANCARIO Y LA DETERMINACION DE LAS TASAS DE INTERES EN COLOMBIA

Adolfo Barajas Estrada 427

Comentario:
Alvaro Zarta Avila 465

V. EL MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA: INSTRUMENTOS Y DESARROLLOS

EL CREDITO RURAL Y EL MERCADO DE CAPITALES
Antonio Hernández Gamarra 477

Comentario:
Roberto Steiner 509

EL MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS EN COLOMBIA
Benjamin Rowland 519

Comentario:
Alberto Gutiérrez 531

LA PRIVATIZACION EN PAISES NO PERTENECIENTES A LA OECD
Luis Gallo 537

Comentario:
Camilo Villaveces 559

SESION DE CLAUSURA

Jesús Enrique Villamizar 565
Presidente Banco Ganadero, Presidente Junta Directiva de ASOBANCARIA

Luis Fernando López Roca 577
Superintendente de Valores

UN EXAMEN DE LA APERTURA EN COLOMBIA

El proceso de reformas emprendido en Colombia con el fin de darle al mercado un mayor papel en la asignación de los recursos comenzó en el gobierno de Virgilio Barco. Su sucesor, el Presidente César Gaviria culminó el programa de modernización y liberación de la economía con la promulgación de un conjunto de medidas en la segunda mitad de 1990.

El país tiene también una nueva Constitución Política que en lo económico reordena el manejo institucional y la función de los sectores público y privado.

El marco normativo ha cambiado profundamente. La meta es elevar el ritmo de crecimiento de la economía y el bienestar de la población. El mercado orientará el mejor uso de los recursos naturales, el capital, la fuerza laboral y la tecnología. Los recursos exteriores complementarán el ahorro interno y el comercio internacional se realizará sobre la base de la especialización más eficiente.

Sin embargo, la adecuación de las normas al propósito perseguido no es suficiente. Pasados dos años, como es natural, persisten las antiguas estructuras productivas y las actitudes y modos de pensar de las burocracias y los agentes de la producción. La economía mundial no pasa por su mejor momento y crecen las barreras proteccionistas. La sociedad atraviesa una etapa de profundas conmociones.

En el XIII Simposio sobre Mercado de Capitales, organizado por la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras, en Medellín, en octubre de 1992, se hizo un balance económico de los últimos dos años de la gestión gubernamental.

Este libro reúne los discursos, las ponencias y los comentarios que fueron hechos en el Simposio. El contexto internacional fue objeto de un detenido análisis. Rudiger Dornbusch auguró una evolución lenta de las economías industriales en el próximo año, bajas tasas de interés y precios de bienes básicos deprimidos. Observó que México y Argentina enfrentan dificultades para sostener su hasta hoy exitosa apertura, debido al manejo cambiario. Colombia debería mirar hacia los Estados Unidos para ampliar sus mercados, no hacer del control de la tasa de inflación la meta principal de la política económica y aprender de las experiencias de otros países que han abierto y modernizado sus economías.

Louis Schirano destacó los logros de la economía colombiana en los últimos años, no bien conocidos de la comunidad financiera internacional, y describió la forma como México ha vendido una imagen del país para atraer capital extranjero. México tiene unas características peculiares y no se puede pretender copiar idénticamente su experiencia. La enseñanza válida es que debe haber una voluntad explícita de mejorar la imagen del país en el exterior y una definición de si lo que pretende el país es operar en mercados libres o no.

Para Astrid Martínez la globalización financiera es resultado de los desarrollos de la economía mundial en los ochentas que dieron lugar a nuevos instrumentos financieros, a desdibujar las barreras geográficas, a nuevas entidades financieras no bancarias y a la necesidad de una regulación supranacional. El dinamismo reciente de los mercados de valores de algunos países en desarrollo y el regreso de algunas naciones latinoamericanas al mercado voluntario de crédito externo crean unas oportunidades que Colombia debe evaluar con prudencia.

Luis Alberto Zuleta y Martin Maurer analizaron las perspectivas de la integración financiera en el Grupo Andino. Las referencias a otras iniciativas internacionales sirven para reflexionar sobre el verdadero alcance de la noción y del proyecto de integración. Dentro del Grupo Andino hay diferentes niveles de desarrollo financiero y de legislaciones sobre la inversión extranjera, así como de interpretaciones sobre el nivel de aproximación que se quiere alcanzar. La agenda de negociaciones tendrá que variar de acuerdo con la definición de la integración buscada.

La política macroeconómica de la apertura en Colombia fue expuesta por Roberto Junguito en el marco de la nueva Constitución Política que le ordena al banco central defender el poder adquisitivo de la moneda. La política antiinflacionaria ha venido cambiando, a medida que se aceptan los cambios en los determinantes de la inflación que supone una economía abierta. la política cambiaria ha buscado mantener una tasa de cambio real en el mediano plazo porque es la que permite alcanzar la meta de inflación. Paulatinamente, el régimen cambiario se irá acercando al sistema de bandas con intervención selectiva del banco central. La política monetaria reconoce que en el corto plazo no hay una correlación estricta entre el crecimiento de los medios de pago y el del nivel de inflación. Ante la acumulación de reservas internacionales se sabe que la mejor política no es una de corte esterilizador mediante operaciones de mercado abierto porque el diferencial de tasas de interés favorece nuevas entradas de capital especulativo.

Con respecto a la política fiscal, le corresponde a la Junta Directiva del Banco de la República verificar la coherencia de sus metas con las de las políticas monetaria y cambiaria. Aunque el gobierno ha hecho un esfuerzo significativo para equilibrar el presupuesto mediante la elevación de los ingresos, preocupa que no haya un programa para reducir el gasto ni una definición clara de las formas que se utilizarán para financiarlo. En el caso de que estas acciones atenten contra la estabilidad de precios, la autoridad monetaria tendrá que tomar medidas compensatorias, mediante instrumentos cambiarios o de control de las tasas de interés o de los flujos de capital. Con todo, Junguito ve un avance, aunque lento, en la instrumentación de las reformas.

Juan Luis Londoño afirmó que la economía va muy bien y se interrogó acerca de cuál será el impacto de los descubrimientos y explotación petrolífera de Cusiana y cuáles deberían ser las medidas para evitar caer en la revaluación, la pérdida de la competitividad y el debilitamiento del esfuerzo fiscal. La reactivación de la inversión pública y privada es crucial para que el país pueda enfrentar choques externos y este es el momento de comenzar a debatir cómo se va a manejar la próxima bonanza.

Rudiger Dornbusch en su comentario, llamó la atención sobre la necesidad de evaluar en forma muy precisa los ingresos futuros previstos y

después prepararse para diseñar una política económica que minimice sus posibles efectos adversos. Una forma de hacerlo sería dejar parte de los nuevos recursos externos fuera del país y utilizar el resto en proyectos de inversión. Luis Jorge Garay manifestó su entusiasmo porque el gobierno ya ha comenzado a estudiar el tema de las repercusiones de Cusiana y con base en el análisis de las precedentes bonanzas que ha vivido el país, presentó un detallado análisis de las alternativas de manejo y de los requisitos de coherencia macroeconómica y de balance político que requerirá la instrumentación de la "mejor" política.

Según Alberto Carrasquilla, ha llegado el momento de preguntarse por las características y eficiencia del modelo de estabilización seguido en Colombia en los últimos dos decenios. El comportamiento de la inflación de largo plazo en el país muestra que su aceleración a principios de los setentas coincidió con una elevación del grado de indización de los contratos en la economía y que si el nivel de inflación ha sido relativamente estable desde entonces, ello se debe al establecimiento implícito de un techo "aceptable", definido en el marco de acuerdos políticos. La política de minidevaluaciones, orientada a la defensa del tipo de cambio real durante la mayor parte del período, fue el resultado de las decisiones que buscaron eliminar la inestabilidad de los años anteriores sin recurrir a un ajuste fiscal convencional. El haberse atado a este modelo explica las vacilaciones de la política de estabilización en 1989-92 y la gestación de presiones inflacionarias adicionales.

La evolución de la economía y el manejo macroeconómico de la apertura han incidido en el desempeño de las exportaciones no tradicionales pero han faltado estudios para explicar las características y dirección de esa incidencia. Leonardo Villar hizo una completa revisión de los determinantes del comportamiento de las ventas externas en los estudios econométricos previos, para después interrogarse sobre las particularidades del desempeño reciente y proponer una interpretación y una previsión. La tasa de cambio real ha sido muy importante en la explicación del dinamismo exportador. En un contexto de apertura, sin embargo, las políticas fiscal y monetaria han sido elementos fundamentales de la definición del ritmo y composición del crecimiento reciente de las exportaciones. Una vez superada la coyuntura de ingreso masivo de capitales a la economía y dada la rápida recuperación de

las importaciones observada en 1992, es posible esperar una tasa de cambio real favorable para los exportadores, siempre y cuando persistan condiciones macroeconómicas que conduzcan a una elevación del ahorro interno.

El impacto sectorial de la apertura y la desregulación de la economía en el sistema financiero fue objeto de debate en la mesa redonda en que participaron César González, Mauricio Cabrera y Néstor Humberto Martínez. Para estos analistas, la reforma financiera de 1990 y la apertura de la economía colombiana a la inversión extranjera en todos los sectores crearon el marco legal que condujo a profundas transformaciones del sistema financiero.

Una vez superada la difícil coyuntura de 1991 que condujo a la implantación del encaje marginal, va quedando clara la existencia de un nuevo escenario con otras instituciones financieras, agentes reguladores, retos y riesgos para el sistema. Compete a las autoridades perseverar en el propósito de la reforma y a las entidades financieras invertir en desarrollo tecnológico, capital humano y gestión de servicios para competir con los proveedores extranjeros de los servicios financieros. En estos dos años, la política macroeconómica ha introducido obstáculos y señales ambiguas a los inversionistas innovadores. Si bien algunas medidas han tenido que ser aceptadas como inevitables, dadas las circunstancias de la acumulación de las reservas internacionales, es preciso reconocer que las autoridades no siempre han actuado con la mentalidad que requiere la liberalización financiera.

El debate de los proyectos de ley que reglamentan mandatos constitucionales en lo relacionado con la organización del Banco de la República y con la intervención gubernamental en las actividades ha mostrado cuan lejos se está aún de la completa organización de un sistema financiero moderno, ágil, competitivo y liberado.

Los determinantes de los niveles de las tasas de interés en Colombia han sido profusamente analizados desde una perspectiva macroeconómica. Rara vez se estudia la incidencia del funcionamiento de las entidades de crédito en la fijación de dichas tasas. De ahí el interés del trabajo de Adolfo Barajas sobre el sector bancario, entre 1974 y 1988, quien encuentra que los márgenes de intermediación fueron altos debido a tres factores: la carga de

inversiones forzosas y encajes, los costos no financieros y la estructura de mercado que les permitió a los bancos encarecer los créditos con un sobrecosto, o **mark up.** *Las tres causas resultaron tener poder de explicación en el ejercicio empírico que analizó la evolución de los márgenes en el período mencionado. Es de esperar que estos factores hayan cambiado en los últimos años. Lo interesante de este aporte es que da elementos objetivos para conocer el grado de monopolio en el sector bancario en el país, el peso de la regulación gubernamental, el nivel de eficiencia de los servicios ofrecidos y la dirección en que habría que avanzar para lograr un mejor desem- peño sectorial.*

Los instrumentos y desarrollos posibles del mercado de capitales en Colombia fueron estudiados por Antonio Hernández, Benjamin Rowland y Luis Gallo.

Antonio Hernández examinó las fuentes de financiamiento del crédito agropecuario, a través de los años, la situación actual y las perspectivas en términos de una posible movilización y transferencia del ahorro a través del mercado de capitales. La integración de la sociedad rural al proceso de modernización de la economía supone una mayor monetización de los intercambios, la incorporación de nuevas tecnologías, el fortalecimiento de una clase empresarial y una profundización del proceso de descentralización de la gestión gubernamental. En el proceso de transición, parecería necesario proveer financiamiento a través de entidades especializadas y en condiciones apropiadas dada la divergencia entre la rentabilidad privada y social de la agricultura y los mayores riesgos y costos operativos de la actividad. La Caja Agraria cumple ese papel en el país y tiene una presencia geográfica extendida que sostiene el sistema de pagos nacional. Por esas razones, esa entidad debe preservarse, no sin antes reestructurarla y corregir sus fallas más protuberantes.

Benjamin Rowland expuso la experiencia de los Estados Unidos en el desarrollo de un mercado secundario de hipotecas, con el fin de extraer enseñanzas útiles para desencadenar un proceso similar en Colombia. Con todas las salvedades que exige la comparación entre dos situaciones eco - demográficas tan diferentes, el autor concluyó de la experiencia estadounidense que: se requiere una homogeneidad de las hipotecas que respaldan

la emisión de títulos valores reunidos en un fondo común para que el comportamiento de los títulos sea normal; corresponde al gobierno crear el clima favorable para el desarrollo y crecimiento del mercado de títulos hipotecarios; y, por último, a veces es precisa una crisis financiera para que el mercado evolucione y se logre que el gobierno dé un respaldo y garantice los títulos.

Las reformas "estructurales" emprendidas en los países en desarrollo en los últimos años han tenido como uno de sus propósitos reducir el tamaño del Estado, mediante, entre otros, programas de privatización de empresas estatales. En este proceso ha habido dificultades para establecer el valor de mercado, la rentabilidad y las modalidades de enajenación de las empresas. El banquero de inversión puede desempeñar un papel muy importante en el proceso. Ese es el tema que ocupa la presentación de Luis Gallo. Este autor muestra que en los países en desarrollo se necesita conocer el medio socio político para ser eficiente en la labor de asesoría y definir claramente el objeto, los agentes, las competencias y los calendarios de los programas de privatización.

Este conjunto de trabajos fue complementado en el simposio con los comentarios de los especialistas y con los discursos de las sesiones de instalación y clausura. Estos últimos, como es usual en el simposio, no se limitaron a las formalidades de tales ocasiones sino que aportaron juiciosos y documentados puntos de vista del sector público y privado sobre el profundo proceso de transformaciones a que ha venido siendo sometida la economía, el mercado de valores y el sistema financiero en Colombia.

La realización del simposio fue posible porque los analistas llevaron estudios interesantes ante una audiencia exigente, porque los antioqueños nos acogieron con su conocida hospitalidad, porque Miguel Alvaro Mejía y Rocío Osorio de Barrera, dos de los vicepresidentes de la Asociación, trabajaron con eficiencia y entusiasmo, con el apoyo de Sofía Aristizabal, Sergio Delgado, José Lucas Gutiérrez, Raquel Melo de Arteaga, Claudia Bautista y María Clara Osorio y porque muchos otros anónimos se ocuparon de la estadía y el bienestar de los asistentes. A todos ellos expresamos nuestro agradecimiento.

La edición de este libro estuvo a cargo de la vicepresidencia técnica, con el apoyo de los traductores, correctores de estilo y las áreas de publicaciones

y artes gráficas de la Asociación. Como siempre, las opiniones de los autores son de su exclusiva responsabilidad, salvo cuando acudieron en representación de sus entidades, y la ASOBANCARIA no necesariamente comparte todos los puntos de vista aquí expresados.

ASTRID MARTINEZ ORTIZ.

SESION DE INSTALACION

*Antonio José Restrepo**

Un saludo cordial a los doctores:

- José Elías Melo
  Superintendente Bancario
- Jesús Enrique Villamizar
  Presidente de la Junta Directiva de la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia
- Jorge Enrique Amaya
  Vicepresidente de la Junta Directiva de la Asociación Bancariay de Entidades Financieras de Colombia
- César González Muñoz
  Presidente de la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia
- Miguel Alvaro Mejía
  Vicepresidente Operativo de la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia
- Sergio Delgado
  Director de la Oficina de la Seccional de Medellín de la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia

Como presidente de la Junta Directiva del Comité Regional de Medellín de la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia, presento un caluroso saludo de bienvenida a los asistentes y en especial a nuestro grupo de conferen-

* Presidente de la Junta Directiva del Comité Regional de Medellín de la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia.

cistas a este Décimo Tercer Simposio sobre el Mercado de Capitales y agradezco a los organizadores de este magno evento por seleccionar como sede a Medellín.

Transcurridos dos años de haberse incluido el programa de apertura en el país, el sistema financiero ha estado en un continuo y dinámico proceso de renovación y crecimiento, no sólo para hacerse Sistema, creando modificaciones institucionales, sino que requirió conceptos de modernización, actualización y mejoras en las operaciones y equipos.

Han sido dos años de un continuo acercamiento al modelo de la banca internacional, al cambio de las políticas sobre el manejo de las tasas de captación y colocación y a los nuevos procesos en el manejo de la información del mercado accionario y de atracción a nuevos inversionistas.

Hoy, el sistema financiero colombiano se está transformando, pero ese proceso no ha llegado a su finalización. Las necesidades y requerimientos exigen el mayor sentido de creatividad y de innovación. Es por ello que al dar por iniciado este Simposio de capitales, hago una invitación a todos los participantes para que con su aporte, podamos generar las nuevas instituciones financieras sólidas, serias y comprometidas con el proceso de apertura como verdadera redención de nuestra economía.

*César González Muñoz**

El Simposio sobre Mercado de Capitales es, hace tiempo, lo que podríamos llamar una tradición progresista. Todo aquello que contribuya a ilustrarnos sobre una realidad frecuentemente inasible, a sembrar alguna duda en nuestras creencias y convicciones, a mostrarnos juiciosamente lo que ocurre en otros países, es bueno para el espíritu colectivo. Tal ha sido el significado de estas reuniones.

Este Décimo Tercer Simposio va, sin duda alguna, a mantener esa buena tradición. Por lo demás, buena parte de la historia de la política económica de Colombia en los últimos decenios, puede escribirse con base en las palabras dichas y escritas con ocasión de los Simposios sobre Mercado de Capitales.

Es verdad, también, que el tema general de estas reuniones ha sido el problema de las limitaciones y las posibilidades de la economía colombiana para sacar a esta nación del atraso. Ese ha sido el eslabón común de los simposios desde cuando el Banco de la República organizó el primero. Más tarde, la Asociación Bancaria, hoy la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia, se asoció con nuestro Banco Central en el auspicio de estos eventos y un poco después, el trabajo de organización ha correspon-

* Presidente de la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras

dido exclusivamente a la Asociación. Pero es claro que la sustancia pertenece al cerebro y a la palabra de los expositores, comentaristas y participantes, quienes deben hacer el esfuerzo por tratar de decir las cosas bien y de entenderlas cabalmente.

En su condición de organizadora, la Asociación ha logrado desempeñar un papel de crítica social, de cooperadora cívica del gobierno y de vigilante de las acciones del Estado. Tal ha sido el papel fundamental de la ASOBANCARIA como gremio representativo de un sector económico en el país.

Afortunadamente, en Colombia existe un ambiente que ha hecho posible la continuidad de los simposios y los debates de alto nivel sobre la política económica, con la participación de funcionarios públicos, de investigadores y de analistas que desarrollan su actividad rutinaria en el sector privado.

Es más: El primer simposio ya hablaba de la apertura veinte años antes de que esta palabra hiciera su entrada triunfal en el glosario de los asuntos de interés público. Desde su comienzo, ha sido abierto en todos los sentidos; abierto a la participación de los diversos sectores de la economía, a los teóricos de la economía y de la política económica, al análisis de la experiencia de otros países y a las ideas nuevas que buscan solución a diversos problemas de la vida eco- nómica nacional.

Los simposio han sido abierto en el sentido de proponer estrategias para la reducción de las barreras que impiden un funcionamiento más claro, racional y equitativo de los mercados.

Los debates han abarcado una amplia gama de temas que incluyen el funcionamiento del sector financiero, el crecimiento del ahorro, la asignación de los recursos para la inversión, la consolidación de un eficiente mercado de capitales y en general, las orientaciones de política económica necesarias para acelerar el crecimiento y el mayor bienestar de la población.

Hoy, al dar comienzo al Décimo Tercer Simposio sobre el Mercado de Capitales cuyo tema central es la evaluación de los efectos de dos años de apertura económica, enfrentamos la necesidad de analizar una de las situaciones más complejas y novedosas de la economía colombiana; la conjunción de una nueva Carta Constitucional, de un nuevo programa de estabilización, del comienzo

de una estrategia de amplias reformas estructurales y de una coyuntura de recesión en las economías más desarrolladas, crea un ambiente único, tal vez inaudito en Colombia, para el diseño y la ejecución de la política económica.

Han transcurrido 21 años desde cuando se realizó el primer simposio y en ese lapso ocurrieron muchos cambios en la economía, en el manejo de la política económica, en las características del negocio financiero, en la variedad de sus productos, etcétera. Sin embargo, es en los dos últimos años cuando se concentra el conjunto de cambios que dejará la más profunda huella en la evolución futura de la sociedad colombiana.

LA CONSTITUCION DE 1991

Querámoslo o no, la vida social y política en Colombia ha entrado en proceso de remodelación desde el año pasado. La voluntad política de la Nación se inclina fuertemente a impulsar las transformaciones consagradas en la nueva Constitución y a utilizar a fondo los mecanismos de una democracia más amplia.

La Constitución reconoce y legítima el pluralismo étnico, cultural, educativo, lingüístico, religioso y regional. Define una concepción más amplia sobre los derechos humanos, a la vez que garantiza mecanismos para su protección. Establece la democratización de la propiedad como uno de los principios que deben guiar los procesos de enajenación de las empresas del gobierno, dando prioridad a la participación de los trabajadores, a las organizaciones solidarias y laborales. Es claro el mandato constitucional en este aspecto. Así mismo, establece la obligación del Estado de promover el acceso a la propiedad de la tierra a los trabajadores agrarios.

Desde su mismo Preámbulo, la Constitución se declara democrática reafirmándolo posteriormente al declarar el principio de soberanía popular, que hace posible la democracia participativa.

En el área de la intervención del Estado en la economía, la Carta establece un balance más democrático de poderes entre los diferentes órganos del Estado en comparación con el anterior ordenamiento constitucional, caracterizado por una marcada concentración de facultades en el ejecutivo.

El Congreso es ahora responsable de trazar el marco general en el que debe inscribirse la regulación de la actividad financiera. Compete al ejecutivo el ejercicio de la regulación misma, dentro del marco señalado por la Ley; y a la Junta Directiva del Banco de la República, como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, se le ha acordado la responsabilidad de la preservación del poder adquisitivo de la moneda, consagrada en la Constitución como obligación del Estado por intermedio del Banco Central.

En el caso de la autoridad monetaria, los conceptos de independencia, coordinación con el gobierno y responsabilidad política ante el Congreso, consagrados por el Proyecto de Ley Reglamentaria del Banco de la República que debate actualmente el Congreso, significan un notable avance en cuanto a las posibilidades de instrumentar una política monetaria de mejor calidad de cara al interés público; la nueva Ley permite, igualmente, una mayor claridad y transparencia públicas sobre las actividades del Banco Central.

La autoridad monetaria ha recibido la responsabilidad de preservar el valor adquisitivo de la moneda con plena independencia institucional, es decir, atendiendo exclusivamente a los intereses más altos de la Nación. Recordemos que la Junta Directiva del Banco de la República no hace parte del gobierno. Es una institución creada por la Carta como organismo autónomo, distinto del ejecutivo y de los demás órganos del poder público.

Obtener una eficaz coordinación de políticas entre la autoridad monetaria y el gobierno, es requisito fundamental para el buen suceso del nuevo régimen; por otra parte, la independencia de la Junta del Banco no la consagra como una rueda suelta en el engranaje del estado. Sobre los alcances y las fronteras de la autonomía de la autoridad monetaria hay, en verdad, múltiples incertidumbres, que deberán ser manejadas en un ambiente de claro balance de poderes y de delimitación de responsabilidades. En particular, la presencia del ministro de Hacienda como presidente de la Junta, por mandato de la Constitución, plantea diversos interrogantes sobre la eficacia que podemos esperar de las acciones de la autoridad monetaria, sobre su coordinación con los demás ejecutores de la política económica y sobre su grado real de independencia.

Las funciones y prerrogativas del Congreso incluyen las relacionadas con el examen de las responsabilidades políticas de los altos funcionarios del estado. Ello incluye a la Junta directiva del Banco de la República. De acuerdo con el proyecto de ley del Banco, su Junta Directiva deberá responder ante el cuerpo soberano de la nación por lo que piensa hacer, por lo que hizo o no pudo hacer, y por qué. Desafortunadamente, el proyecto no le señala al ministro de Hacienda, como presidente de la Junta Directiva, la directa responsabilidad política por la coordinación de las políticas monetaria, cambiaria y crediticia, con la política fiscal. Ello sería la contrapartida natural de la disminución de autonomía de la autoridad monetaria, que se deriva de la presencia del ministro en la Junta.

Este proyecto de Ley, junto con el que se ocupa del marco de la intervención en la actividad financiera, recogen bien el balance de poderes previsto en la Constitución. Sin embargo, es preocupante constatar que en los textos ya aprobados por la Comisión Tercera del Senado, se están otorgando facultades al Estado para intervenir directamente en la composición de los activos de las instituciones financieras mediante la imposición de límites mínimos a las colocaciones en sectores o actividades determinados.

Es altamente cuestionable acordar semejantes facultades al Estado. Ello va en contravía de las reformas que se habían puesto en práctica en el sistema financiero para modernizarlo y liberarlo de las múltiples trabas que le han impedido desarrollarse de manera más rápida y eficaz, para bien del proceso económico en conjunto. El marco general de las reformas estructurales de la economía nacional se caracteriza por propiciar una estrategia de liberalización. Estas facultades de intervención directa en la orientación del crédito, aún sobre bases temporales, son contradictorias con el nuevo orden institucional que Colombia está en proceso de consolidar. Como siempre, son elevadas y plausibles las motivaciones que tiene el Estado para reservarse tales privilegios de intervención. Pero, ¿será congruente con el interés público que tengamos a finales de esta década, definido por decreto, un 30 ó 40% de los activos de las instituciones de crédito? ¿Será esa la mejor utilización del ahorro del público?

De aprobarse en el Congreso estas facultades de administración directa, es probable que la modernización del sistema financiero sufra un severo revés, y que la ineficiente utilización del ahorro termine originando importantes costos fiscales en detrimento del eslabón más débil: el gasto social.

Más inconveniente aún, es dejar las mismas facultades en cabeza tanto del gobierno como de la Junta Directiva del Banco de la República, como ocurre actualmente con los proyectos en trámite.

LA POLITICA ECONOMICA Y EL SECTOR FINANCIERO

Además de las transformaciones constitucionales comentadas, los dos últimos años han marcado un cambio radical en las circunstancias institucionales del manejo macroeconómico. Este viraje ha implicado separarse de algunas tradiciones culturales en cuanto al "deber ser" de nuestro proceso económico, para entrar en nuevos terrenos donde la propia teoría económica no ofrece respuestas concluyentes. En esas condiciones, se impone una gran prudencia en el manejo de la política económica.

Desde comienzos de 1990, se emprendió un programa de reformas estructurales para eliminar la introversión económica colombiana y crear las condiciones para la modernización y puesta a tono de la producción nacional en el escenario externo. Era indispensable pensar en una nueva estrategia frente a los mediocres resultados de la economía colombiana, en términos de crecimiento económico como tendencia de largo plazo. Si esta tendencia se prolonga en el futuro, la dinámica del ingreso real registrada durante los últimos diez a quince años, será claramente insuficiente para resolver los problemas de pobreza, desigualdad y atraso cultural y tecnológico, que siguen siendo característicos de la nación colombiana.

Nadie puede sentirse satisfecho, en verdad, con un decepcionante crecimiento del PIB del 2 y medio o del 3%, año tras año. Debe- mos admitir que si no logramos una expansión económica contínua del 6% o del 8% anual durante por lo menos una década, estaremos cada vez más lejos de resolver los problemas fundamentales de la mayoría de los colombianos.

El tiempo transcurrido desde el anuncio del programa de internacionalización y modernización de la economía, ha dado lugar a dos períodos claramente diferenciados por designio del gobierno; el primero, de puesta en marcha de las reformas estructurales básicas con predominio de criterios de gradualidad, y el segundo, que podríamos calificar de consolidación de las reformas y abandono del criterio de gradualidad para sustituirlo por uno de aceleración de la desgravación arancelaria, con lo cual las metas de largo plazo quedaron supeditadas a los objetivos de la política de estabilización.

El programa de estabilización del primer período se centró en una política anti-inflacionaria con los instrumentos tradicionales de control de los medios de pago. A comienzos de 1991 se aplicaron a fondo dichos instrumentos, en vista de que la inflación alcanzó en 1990 niveles alto en términos históricos.

En ese mismo período se eliminó la licencia previa y se inició la reducción de los aranceles. Se consolidó un nuevo aparato institucional mediante las reformas del comercio exterior, de la legislación laboral, del sistema financiero; se hizo más flexible la legislación sobre inversión extranjera; se otorgó una amnistía tributaria y cambiaria a los capitales colombianos en el exterior, se hizo menos rígido el control de cambios y se sentaron las bases para la formación de un mercado cambiario libre.

En el campo de la reforma financiera, se abrió el sector a nuevas opciones de negocios y se adoptó en Colombia el concepto de conglomerados, conformados por una matriz y empresas filiales. Ello, sumado a algunas disposiciones sobre la ampliación de las operaciones permitidas a los intermediarios financieros, rompió, al menos en parte, la segmentación impuesta por la especialización por entidades.

En el segundo período, la política de restricción del crédito y de esterilización monetaria se sustituyó por una política que busca la estabilización macroeconómica mediante el desestímulo de la acumulación de reservas internacionales, vía el cierre del diferencial de tasas de interés y reducción del superávit en cuenta corriente de la balanza de pagos.

La afluencia de capitales inducida, en buena parte, por la tremenda alza de las tasas de interés nacionales, que produjo la búsqueda de metas monetarias a cualquier costo, terminó por crear un irremediable círculo vicioso en la propia política de estabilización; los ajustes estructurales también quedaron en ciernes.

La nueva Junta Directiva del Banco de la República tuvo que producir una espectacular "vuelta en U" y cambiar los parámetros y objetivos de la política monetaria, no sin dudas y vacilaciones perceptibles aún hoy día. Ha sido una lección muy costosa, cuyas implicaciones financieras y monetarias habrán de prolongarse en el tiempo.

Al mismo tiempo, se abandonó la gradualidad en la exposición de la producción nacional a la competencia internacional, acelerando la desgravación hasta alcanzar los niveles que inicialmente estaban previstos para 1994. Ello coloca a Colombia entre los países en donde la reducción de aranceles se ha producido con mayor velocidad.

El programa de reformas estructurales ha seguido adelante con la aprobación de una reforma tributaria que fue presentada por el gobierno como indispensable para cubrir las obligaciones fiscales adicionales derivadas de la nueva Constitución y compensarle ingresos al gobierno por la reducción de los impuestos al comercio exterior. Además, se establecieron incentivos a la inversión en activos fijos y se puso en igualdad de condiciones la tributación de la inversión de capitales del extranjero y la de los nacionales.

En este mismo período se ha continuado con la reglamentación de varias de las reformas sancionadas en la primera etapa y se está dando curso a los ya mencionados proyectos de Ley del Banco de la República y de la intervención del Estado en la actividad financiera.

El manejo macroeconómico en general, y el monetario en particular, no han sido fáciles en los últimos años; la acometida simultánea de los procesos de reforma estructural y del programa de estabilización, junto con la aparición y persistencia de factores exógenos, por ejemplo, la prolongada recesión de las naciones industriales, el racionamiento eléctrico, las graves incertidumbres en materia de seguridad y violencia, todo ello dio lugar a situaciones

no previstas que implicaron ajustes en la propia política macroeconómica.

Además de ello, hay que advertir sobre las poco claras perspectivas fiscales en el corto y mediano plazo. Los analistas, el gobierno, claro está, y principalmente el Congreso, debieran analizar a fondo la situación fiscal colombiana y las perspectivas para el año 1993, porque en la medida en que se pierda el esfuerzo tributario de este año, y la dinámica de los gastos públicos adquiera vida propia, no será posible pensar en la estabilidad macroeconómica y tampoco entonces será posible pensar en la internacionalización, la apertura, la liberalización y la profundización del mercado de capitales.

No hay duda: Desde las más altas jerarquías del gobierno y de la autoridad monetaria hasta el "estado llano" de los actores económicos y de los voceros gremiales, estamos en proceso de aprendizaje frente a las nuevas condiciones institucionales que, de un modo u otro, nosotros mismos hemos construido en bien del interés público. Ello además, en un hostil ambiente económico internacional y en medio del desasosiego originado en los conflictos violentos que tenemos entre manos. La única solución consiste en que todos lo reconozcamos así, humilde y solidariamente, mirando hacia el futuro con optimismo y ponderación. No es hora de dogmatismos, ni de políticas estatales impuestas a rajatabla.

APERTURA Y SECTOR FINANCIERO

Con el proceso de apertura se espera aumentar la competencia en el sector financiero con el objetivo de mejorar su eficiencia y alcanzar niveles de tecnología similar, por lo menos, a los de países de desarrollo comparable.

Varias de las medidas adoptadas en los dos últimos años apuntan al logro de ese objetivo. Así, el desmonte de la norma que fijaba un tope máximo de 49% a la propiedad que podían tener los inversionistas extranjeros en entidades del sector, ha repercutido en la readquisición del 100% de varias entidades, por parte de inversionistas que las habían constituido antes de la norma de la "colombianización" de la banca, que fijó el tope mencionado. En

otros casos, inversionistas extranjeros nuevos han adquirido parte o la totalidad de las acciones de algunos intermediarios.

En desarrollo de las nuevas normas del sistema financiero, comienza a observarse una considerable dinámica, tanto en el número de las instituciones como en la transformación legal de algunas de las existentes.

Se han creado las condiciones para favorecer el mercado bursátil, preocupación constante de este simposio. Es reconocido que, en buena medida, los intentos por establecer un sólido mercado de capitales han resultado infructuosos. En diversos estudios se han detectado los problemas que han impedido alcanzar este objetivo y por ello hay optimismo sobre el efecto que en su conjunto pueden ocasionar medidas tales como la reducción de las tarifas de impuestos a las sociedades anónimas y la eliminación de la doble tributación, la eliminación paulatina de la deducibilidad del componente inflacionario de los intereses pagados por créditos del sistema financiero, los diversos incentivos a la emisión de acciones, la demanda potencial en el mercado de valores que representan los fondos de inversión de capital extranjero y más aún, los fondos comunes ordinarios y otras formas de inversión institucionales nuevas en Colombia, el aumento de la oferta de acciones mediante la privatización de empresas estatales y las mayores opciones para acceder a recursos de largo plazo para la financiación de la inversión.

Ha habido un gran avance en la prestación de los servicios al cliente, si bien todavía estamos lejos de registrar un nivel aceptable; el sistema de conglomerados está generalizando el concepto de paquetes integrales de servicios. Para esto ha sido necesario comenzar a adoptar nuevas tecnologías, como las de redes de cajeros electrónicos, las tarjetas débito, el sistema de ofertas del mercado de divisas y la próxima conexión a sistemas de satélite por parte de varias instituciones, con lo cual las transacciones serán más rápidas y habrá una mayor integración de las redes de oficinas.

Pero no todo está ocurriendo como lo desean las autoridades económicas y las propias entidades financieras. Para aquellas, el sector sigue siendo ineficiente según la medida de los "márgenes de intermediación", de dudosa validez conceptual, y teniendo en cuen-

ta la elevada participación de los costos operativos en el total de costos de los intermediarios.

Para el sector financiero las cosas no marchan tan rápido como quisiera, en la medida en que los altos encajes constituyen un lastre que dificulta su crecimiento y limita su rentabilidad. Los gobiernos no pueden esperar que, con el volumen de cargas cuasifiscales que todavía deben soportar, las entidades financieras se acerquen rápidamente al grado de modernización y competitividad deseable. Debe reiterarse aquí la inconveniencia de dejar en manos del gobierno facultades legales para intervenir directamente en la composición de los activos de crédito del sistema.

En el sector financiero es donde menos novedosas deberían parecer las perspectivas de un proceso de apertura y liberalización pues desde hace por lo menos veinte años ha quedado plasmada la necesidad de establecer políticas de liberalización para resolver los problemas del desarrollo del sector, para el estímulo del ahorro nacional y para el cumplimiento de una mejor asignación de los recursos a la inversión productiva.

A lo largo de las últimas décadas, varias de las propuestas surgidas de los simposios, han conducido a la adopción de medidas orientadas a eliminar la segmentación del mercado y, en general, la represión financiera. Sin embargo, múltiples coyunturas han forzado a dar marcha atrás o a aplazar la supresión de obstáculos que no eran fáciles de eliminar. Por esto, hoy día se siguen planteando medidas de política económica ya consideradas inconvenientes desde comienzos de los setentas.

Así, en el marco de la actual política de modernización y liberalización, que ha significado un mayor grado de apertura financiera frente al resto del mundo, simultáneamente se pasó a una política de mayor intervención en el sector financiero mediante el uso temporal del encaje marginal del 100% sobre los depósitos a la vista, del encaje del 90% sobre los depósitos oficiales, del aumento de los niveles medios de encaje respecto a los observados antes de 1990, del aumento forzoso de la posición propia en moneda extranjera de los intermediarios del mercado cambiario, del control directo de las tasas de interés activas.

El escenario es de incongruencia entre los objetivos de la política y la aplicación concreta de las medidas en materia monetaria y crediticia.

Tenemos una situación de relativa represión financiera por la vía de encajes e inversiones obligatorias que debe convivir con un ambiente global de apertura y de la exaltación de las virtudes del libre mercado.

Es claro que la intención de las autoridades monetarias consiste en desmontar tan pronto como sea factible, según su opinión, las cargas excesivas que pesan sobre la operación de las entidades financieras. Ojalá ello ocurra bien pronto para beneficio de la eficiencia del sistema y de la congruencia de la política económica en general. Igual cosa debe decirse de la innecesaria intervención de las tasas de interés activas del sistema financiero.

He intentado presentar el escenario de un país en transición, de un país en proceso de reforma profunda de su vida política, social, económica y cultural. El gobierno, el Congreso, las autoridades monetarias esperan de la ciudadanía y de sus organizaciones una solidaridad que vaya más allá de las palabras. Además de la cooperación de la sociedad civil, el Estado debe también esperar una crítica leal, una vigilancia constante de sus actos y un reclamo organizado de austeridad y buen manejo de los recursos públicos.

Hay preocupantes factores de bloqueo que amenazan la eficacia de las reformas y que hacen más difícil e incierta la transición.

En primer lugar, la nación colombiana está aterrada frente a la violencia homicida y destructora de la propiedad pública y privada. La frustración aumenta frente a lo que, con toda razón, aparece a los ojos de la opinión pública como un problema de inacción del gobierno y de las Fuerzas Militares.

Es claro, por otra parte, que Colombia sufre visibles conflictos en prácticamente todos los aspectos de su vida: La violencia terrorista, la corrupción administrativa, los delitos de cuello blanco, la simple violencia callejera, la pobreza indignante, la delincuencia común, la opulencia arrogante y agresiva, el narcotráfico, la evasión tributaria. Vivimos en un país con todas las formas de violencia posibles; si bien la modernidad significa la drástica disminución de la violencia, ésta impide el acceso a la modernidad, en un círculo

vicioso que es indispensable eliminar. Es responsabilidad de la nación entera, orientada desde el Estado, dar soluciones integrales y democráticas a estos problemas.

La mala administración pública es otro factor de bloqueo. Colombia ostentaba la reputación de contar con excelentes administradores públicos y privados. Diferentes eventos ocurridos en los últimos meses han puesto sombras sobre aquella buena imagen.

Mencionemos, a título de ejemplo, fallas de la administración pública como la crisis del servicio de energía eléctrica, que no puede atribuirse solamente a las dificultades hidrológicas conocidas, sino también a un prolongado mal manejo en todos los niveles de la administración del Estado, coronado por el fracaso del proyecto de las barcazas; la crisis causada por el manejo abrupto e ineficaz del proyecto de privatización de Telecom; el incierto manejo de la política de paz; la fuga de delincuentes sometidos voluntariamente a la justicia, con todos sus antecedentes y consecuencias.

Nada de ello tiene que ver con la doctrina política ni con el espíritu que anima al Presidente de la República en la conducción del ejecutivo. Todos estos problemas deben asignarse más bien a una pésima administración pública, sobre cuyas causas y correcciones debe haber un análisis colectivo, franco y ordenado. Permítaseme insistir en la distinción: No se trata, necesariamente, de un problema de malos gobiernos sino de malos administradores de la burocracia y de los recursos públicos; ello produce desencanto y cinismo con el Estado, dos de los peores vicios de la vida social.

Este es otro factor de bloqueo. En la medida en que los colombianos tengamos, como de hecho tenemos, una justificable actitud de cinismo y desencanto con el Estado, no podemos esperar mucho en materia de modernización de la sociedad.

El cinismo sobre la calidad de la administración de las instituciones estatales se estimula, además, mediante la percepción del público sobre la arrogancia de la llamada tecnocracia, una nueva ***élite***, quizás con mayor educación formal, pero ajena al concepto de responsabilidad pública respecto de sus actos y decisiones. Animada, tal vez, por toda suerte de buenas intenciones, pero exenta de control político, la llamada tecnocracia termina alejando aún

más al Estado de la gente y sumándose a los factores de bloqueo de las reformas modernizantes.

Es indispensable acabar con estos elementos que obstruyen el paso acelerado de las reformas y que atentan contra la susceptibilidad del Estado para ser llamado a cuentas por parte de la sociedad. La solución está en rescatar el alto valor social de la acción política. En comprender que, con todos los auxilios técnicos (o tecnocráticos) necesarios y posibles, las grandes acciones estatales son responsabilidad de los políticos, legítimamente elegidos para que pongan en marcha un programa de gobierno, una plataforma previamente puesta a consideración de los electores. Es inconveniente para el interés público que la llamada tecnocracia reemplace o suplante a los agentes elegidos del pueblo y responsables ante él por intermedio del Congreso.

*Rudolf Hommes**

Agradezco la invitación que la Asociación Bancaria me ha hecho para inaugurar este XIII Simposio del Mercado de Capitales. Estas reuniones han demostrado ser el foro más calificado de discusión abierta sobre los temas de financiamiento de los sectores público y privado de nuestra economía. Las ideas nuevas que traen los participantes, o que surgirán de los debates que aquí tendrán lugar, son las que conforman el valor agregado del simposio y con seguridad serán un ingrediente valioso para el proceso harto difícil de diseñar la política económica.

En esta exposición quiero presentarles algunos puntos muy concretos que creo merecen reflexión en esta reunión de expertos pues han sido centrales para la definición y el manejo reciente de la nueva política y, en buena medida, determinarán la perspectiva del mercado de capitales en el futuro.

Estos puntos se pueden dividir en dos grandes áreas: unos relacionados con la política macroeconómica y otros referentes a ajustes institucionales y estructurales del sector financiero y del

* Ministro de Hacienda y Crédito Público. Discurso leído por el Superintendente Bancario, doctor José Elías Melo.

mercado de capitales. En estos dos grandes temas he dividido mi exposición.

1. POLITICA MACROECONOMICA Y MERCADO DE CAPITALES

En esta primera parte quiero concentrarme en el tema de las finanzas públicas, haciendo especial referencia a la política de endeudamiento del gobierno y a sus pilares básicos.

Es preciso comenzar mostrando la evolución del faltante fiscal (Cuadro 1 y Gráfico 1) para comprender la magnitud del ajuste que se ha hecho en los dos últimos años. Para facilitar la comparación del déficit a través del tiempo, resulta conveniente y útil excluir las finanzas del Fondo Nacional del Café. Se observa en los dos últimos años un superávit del sector público (excluyendo el FNC), fenómeno que no se había registrado en el país, por lo menos desde que se llevan las estadísticas del sector público consolidado. Ni siquiera en los años del muy exitoso y promocionado programa de ajuste de la economía colombiana de 1984 a 1986, se logró este resultado. Al incluir el Fondo Nacional del Café se desmejoran sustancialmente las finanzas públicas, fenómeno que se ha repetido desde hace varios años. Esta situación refleja un déficit estructural del sector que se ha enfrentado durante el tránsito de la reciente crisis mediante medidas de tipo estructural, tales como la reducción del precio nominal que se produjo este año y complementarias como la venta de activos que el sector había acumulado en las épocas de bonanza. El mercado de capitales jugará en este proceso un papel determinante para que estas transacciones se lleven a cabo eficientemente y con el menor costo posible.

Además de la difícil situación del Fondo Nacional del Café, este año se presentaron otros dos factores que afectaron adversamente las finanzas públicas, aunque su efecto es de naturaleza pasajera: el racionamiento eléctrico que representó menores ventas al sector, y la Reforma Tributaria que aprobó el Congreso con efectos plenos sólo a partir del próximo año. Aunque el efecto conjunto de estos dos factores es muy significativo, equivalente a cerca de un punto del PIB, su naturaleza transitoria hace pensar que estas no serán fuentes futuras de preocupación.

CUADRO 1

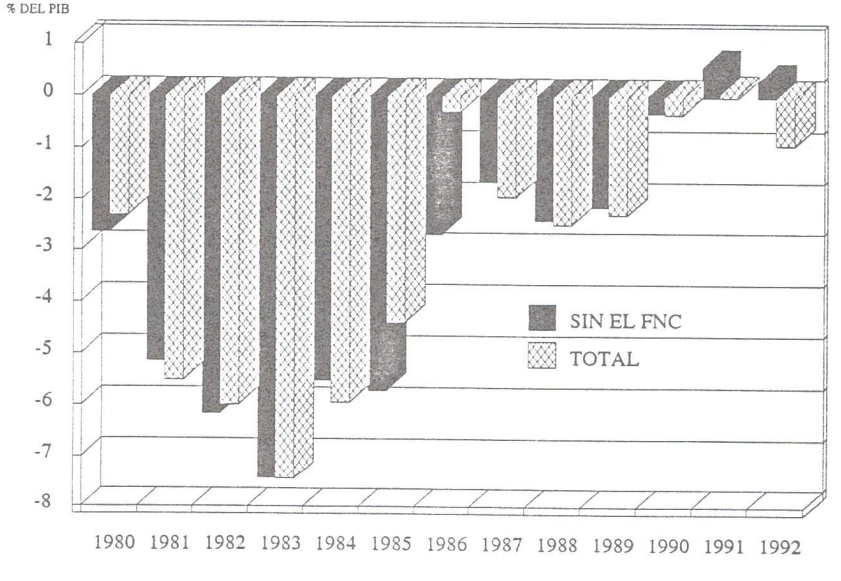
DEFICIT O SUPERAVIT DEL SECTOR PUBLICO CON Y SIN EL FONDO NACIONAL DEL CAFE

· % DEL PIB.

	Sin el FNC	TOTAL
1980	-2.64	-2.31
1981	-5.14	-5.50
1982	-6.16	-5.98
1983	-7.43	-7.44
1984	-5.51	-5.94
1985	-5.70	-4.38
1986	-2.68	-0.29
1987	-1.63	-1.94
1988	-2.40	-2.48
1989	-2.14	-2.29
1990	-0.31	-0.33
1991	0.58	0.08
1992 prov.	0.31	-0.92

GRAFICO 1

DEFICIT O SUPERAVIT DEL SECTOR PUBLICO CON Y SIN EL FONDO



Para financiar los gastos del Estado, en exceso de sus ingresos, el gobierno debió recurrir a una política de endeudamiento interno, sin precedentes por varias razones. En primer lugar, la colocación de bonos fue cuantiosa, en buena medida para prepagar deuda externa y como una forma de evitar que la acumulación de divisas fuera superior a los US$1.400 millones que actualmente se tienen proyectados para todo el año 1992. Se pretendía en esta forma aliviar la presión sobre el tipo de cambio. En segundo lugar, esta política de endeudamiento interno tiene la virtud de contribuir a la profundización del mercado financiero, pues se está realizando con colocaciones de mediano y largo plazo: se hicieron a tres, cinco y siete años.

De otra parte, en lo que al costo de esta política se refiere, creo que ha sido el más bajo posible y los resultados se pueden apreciar como altamente satisfactorios. Para afirmarlo es preciso comparar el rendimiento de los bonos colombianos en relación con el del Tesoro Norteamericano al mismo vencimiento, y comparar este margen con el de otras colocaciones en los mercados internacionales al mismo plazo. La colocación de bonos comenzó por los de plazo más corto, a tres años. Este fue el primer tramo de los Bonos Ley 55, que sumaron US$ 250 millones, y que tenían un cupón del 9%; puesto que se vendieron a un precio promedio del 102.13%, su rendimiento fue del 8.13%.

Cuando se compara este rendimiento con el del Tesoro Norteamericano a tres años, hay un margen de 258 puntos básicos, bastante reducido cuando se le compara con emisiones a tres años de países latinoamericanos en los mercados internacionales: La República Argentina entre 380 y 500 puntos básicos, Petrobras del Brasil entre 500 y 650 puntos básicos, Pemex de México 320 puntos básicos.

El segundo tramo de los Bonos Ley 55, que se colocó con un plazo vencimiento de 5 años y con un cupón igual al anterior, se vendió a un precio promedio de 102.38%, y produjo un rendimiento promedio del 8.41%. Lo anterior, significó un margen sobre el Tesoro a 5 años de 221 puntos básicos. Con vencimiento de 5 años en los mercados financieros han colocado Cemex con cerca de 450 puntos básicos sobre el Tesoro, Pemex con 215, la República de Venezuela con 450, y Telebras con 575 puntos básicos.

Los bonos a 7 años, llamados Bonos Colombia y que corresponden al Decreto 700 de la Emergencia Económica, que suman un total de US$250 millones, se dividieron en dos tramos, ambos con el mismo cupón de 8.25%: el primero se vendió a par y su rendimiento promedio fue de 8.25%, lo que implicó un margen de 217 puntos básicos sobre el Tesoro a 7 años. El segundo tramo no ha terminado de colocarse aún, pero se han vendido a un precio promedio del 101.34%, produciendo una rentabilidad del 7.99% e implicando un margen de 200 puntos básicos sobre el Tesoro.

En esta forma, el gobierno colocó bonos en el mercado por el equivalente de US$750 millones, sin entrar en conflicto con la política de tasas de interés del Banco de la República. Para lo que resta del año no se prevé cambio en el comportamiento de las tasas de interés, salvo situaciones eminentemente transitorias originadas en la estacionalidad normal al finalizar el año, en buena medida porque la Tesorería irrigará suficiente liquidez al mercado al cumplir el programa de pagos. Este retiro de depósitos de la Tesorería en el Emisor ha sido coordinado con la Junta Directiva del Banco, y se enmarca dentro de un plan de largo plazo de independizar el manejo de la Tesorería del control monetario. Es decir, ahora la Tesorería tendrá un manejo de recursos mucho más activo en el sistema financiero, pues allí se colocarán, en forma gradual, sus excesos de liquidez para evitar las oscilaciones de corto plazo en la disponibilidad de recursos.

Una de las razones por las cuales el mayor endeudamiento del gobierno se pudo llevar a cabo sin presionar las tasas de interés consistió en que existía un exceso de liquidez, originado por la entrada de divisas que no cesó a pesar de la drástica reducción en las tasas de interés impulsadas por las Omas del Banco de la República. Es indiscutible la relación entre la entrada de divisas y la subida en las tasas de interés experimentada el año pasado (Gráfico 2 y Cuadro 2). Pero también es bastante aparente la demora en racionalizar la entrada de divisas, a pesar de la continua baja en las tasas de interés desde finales del año pasado. Por ejemplo, entre junio y agosto del año anterior que fue la época en la cual la tasa de interés de los Títulos de Participación a 90 días del Banco de la República estuvo más alta, 45.93% en promedio, la compra de divisas por Transferencias y Turismo fue de US$125.7

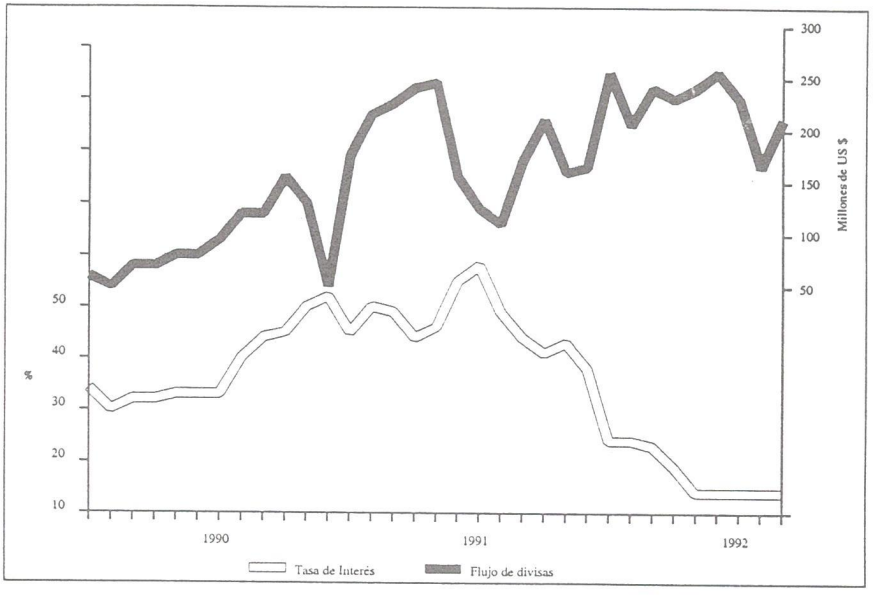
CUADRO 2

COMPRA DE DIVISAS DEL BANCO DE LA REPUBLICA POR DISTINTOS CONCEPTOS · (US$ MILLONES)

	(1) TURISMO	(2) TRANSFERENCIAS Y DONACIONES	(3) INVERSION EXTRANJERA	(4) SUBTOTAL (1)+(2)	(5) TOTAL (3)+(4)
1990					
ene	7.4	66.8	13.2	74.2	87.4
feb	8.5	57.0	15.9	65.5	81.4
mar	10.4	76.6	33.0	87.0	120.0
abr	7.8	75.6	9.6	83.4	93.0
may	8.9	87.1	40.2	96.0	136.2
jun	6.5	86.7	46.4	93.2	139.6
jul	8.7	96.4	34.2	105.1	139.3
ago	15.0	108.4	63.7	123.4	187.1
sep	15.2	107.0	31.6	122.2	153.8
oct	16.9	139.2	18.9	156.1	175.0
nov	16.0	115.0	19.5	131.0	150.5
dic	18.0	59.5	41.3	77.5	118.8
1991					
ene	37.3	136.7	14.5	174.0	188.5
feb	29.6	178.7	17.7	208.3	226.0
mar	26.3	185.5	74.4	211.8	286.2
abr	29.0	197.7	66.6	226.7	293.3
may	21.4	208.7	77.6	230.1	307.7
jun	8.7	127.1	71.0	135.8	206.8
jul	6.2	119.2	76.5	125.4	201.9
ago	10.3	105.7	81.9	116.0	197.9
sep	14.2	162.5	43.8	176.7	220.5
oct	62.1	144.6	42.5	206.7	249.2
nov	61.6	82.5	43.0	144.1	187.1
dic	58.8	108.1	59.5	166.9	226.4
1992					
ene	114.5	138.5	35.0	253.0	288.0
fen	68.0	115.7	67.5	183.7	251.2
mar	87.4	145.1	103.3	232.5	335.8
abr	75.7	136.4	21.2	212.1	233.3
may	60.9	165.2	76.4	226.1	302.5
jun	69.8	166.8	74.6	236.6	311.2
jul	71.3	136.3	61.4	207.6	269.0
ago	62.0	76.4	85.9	138.4	224.3
sep	95.8	100.3	51.0	196.1	247.1

GRAFICO 2

TASAS DE INTERES DEL BANCO DE LA REPUBLICA Y ENTRADA DE DIVISAS POR TRANSFERENCIAS Y TURISMO



millones promedio mensual (Cuadro 2). En el primer trimestre de este año la tasa de interés de los Títulos de Participación había bajado casi a la mitad, al 25.71%, pero la compra de divisas por los mismos renglones se había casi que duplicado. En el último trimestre la tasa de interés promedio del Banco de la República ha sido inferior al 19.5% y la compra de divisas por los mismos dos conceptos se ha mantenido alrededor de los US$181 millones mensuales, cifra muy superior a la registrada el año pasado con niveles de tasas de interés de más del doble de los actuales.

Esta lentitud en la reacción del flujo de divisas a los cambios en la tasa de interés pasiva refleja las limitaciones de la política monetaria cuando es utilizada sin complementarse de otros instrumentos que son, por distintos motivos, poco flexibles. Estas rigideces en algunas variables, unas de política económica y otras del sistema financiero, originan inconsistencias que dificultan el logro de los objetivos de la autoridad económica. Para compensar

el efecto adverso de la rigidez en estas variables, se impuso un control transitorio a las tasas activas del sistema financiero para facilitar el logro de las metas de las autoridades y mientras dejaban de actuar factores ajenos a su control, como la inflación de alimentos. Poco a poco se han visto los resultados, y aunque no se alcanzará la meta de inflación prevista a comienzos de año, el crecimiento de los precios en los últimos dos meses ha sido muy aceptable, pues ha sido inferior al 1%. En octubre se espera un comportamiento similar, lo cual indicaría que las camisas de fuerza que se utilizaron habrán cumplido su papel y que se cuenta con una capacidad de maniobra para utilizar instrumentos distintos para alcanzar los objetivos.

Lo que se ha demostrado en el pasado reciente también refleja que el mercado de capitales colombiano no tenía la suficiente profundidad y flexibilidad como para aceptar y asimilar eficientemente los cambios que se dieron en el sector externo y en la orientación de la política económica. De hecho, las reformas estructurales de 1990, la evolución del sector externo y el comportamiento de las tasas de interés dieron el entorno macroeconómico necesario para plantear el cambio más drástico y de mayor envergadura de los últimos años en relación con la política económica, dándole un giro dramático al manejo de las tasas de interés, la tasa de cambio, el mercado cambiario y los instrumentos de la política monetaria. Ello condujo a un necesario reordenamiento de los factores del mercado, pero sin que respondiera con señales claras de eficiencia. Es el caso que las tasas de interés activas se resistieron excesivamente a seguir el rápido curso de descenso de las tasas pasivas. Además, surgieron grandes incertidumbres sobre la permanencia de las determinaciones gubernamentales en el manejo del tipo de cambio y del mercado cambiario. Tampoco se dio mucha credibilidad al manejo coordinado de los instrumentos de la política monetaria. Sin embargo, el tiempo ha demostrado la consistencia de la política y la validez que posee en el hecho de que está diseñada sobre objetivos de mediano y largo plazo. De aquí que el comportamiento de los agentes se haya vuelto mucho más consistente con los reales cambios del mercado, y menos proclive a variar ante

situaciones temporales o especulativas, situación que en últimas tiene fundamento en la existencia de una mayor credibilidad de la política.

2. AJUSTES INSTITUCIONALES Y ESTRUCTURALES

Simultáneamente con este proceso, vimos clara la necesidad y conveniencia de apoyar este esfuerzo con cambios institucionales que fortalecieran la credibilidad y consistencia de la política económica frente al mercado de capitales.

En primer lugar, la presentación del Proyecto de Ley del Banco de la República, que ya pasó el día de ayer la revisión del Senado de la República, consolida la autonomía del Banco fortalece los mecanismos de coordinación y transparencia de la política económica y opta claramente por el uso de instrumentos indirectos en la regulación del mercado monetario y cambiario. No podía ser de otra forma si nuestra política avanza claramente bajo esos objetivos. Ese proyecto recoge entonces de manera clara las tendencias más recientes no sólo en el manejo de la política económica actual sino también la estructura más deseable en el manejo de ésta.

Simultáneamente, se encuentra bajo estudio el Proyecto de Ley de Intervención en el Sistema Financiero y la Actividad Bursátil. Allí fue absolutamente clara la posición original del gobierno de dar una señal de estabilidad en la regulación económica. Se especificaron y concretaron totalmente los instrumentos de intervención que quedarán en manos del gobierno, siendo estos sólo los indispensables para mantener la solvencia del sistema y aumentar la competitividad del mercado de capitales. Se insinuaron allí algunos instrumentos para diversificar el mercado, como por ejemplo la consagración y agilización de la titularización, la certidumbre jurídica sobre la negociación de títulos valores en el mercado y, no menos importante, la reiteración de la libertad de entrada al sistema financiero. Todo ello fue fortalecido durante la discusión del proyecto, al introducirse un completo procedimiento para la privatización de entidades financieras, que cuenta con el total apoyo nuestro y que podrá dar la mayor agilidad y dinámica al proceso de privatización. Sin este último, la esperanza de tener un mercado de capitales más concurrido y representativo no se hará

realidad. También ofrecerá el proyecto financiero la posibilidad de que participe en este mercado y de manera más adecuada la actividad del leasing, acentuando la competitividad del sistema.

De aquí que el entorno actual del mercado de capitales puede describirse así: se hicieron en primer término las grandes reformas estructurales que dieron origen al proceso de apertura e internacionalización de la economía. Luego ordenamos los instrumentos de intervención en el mercado de capitales, de una manera drástica para conseguir una ampliación y consolidación del mercado y crear condiciones apropiadas para que éste funcione en un clima de estabilización. Por último, estamos en el proceso de expedir las normas complementarias que consoliden esos cambios en la Banca Central y la política financiera. Con ese conjunto de circunstancias, y con los resultados que hemos obtenido de reducir sustancialmente el déficit, es absolutamente necesario que exista una inmediata y constante profundización del mercado de capitales no sólo para beneficio de los agentes que en él intervienen, sino también por la incidencia que ello tendrá en la eficiencia y desarrollo de la economía colombiana.

Estos dos grandes temas aparecen en las discusiones que tienen lugar en estos días. Se acoge la crítica constructiva a la política, al igual que las sugerencias para el manejo futuro.

I

PERSPECTIVA INTERNACIONAL DE LA APERTURA FINANCIERA EN COLOMBIA

*LA POLITICA MACRO-ECONOMICA Y LA APERTURA: UNA PERSPECTIVA INTERNACIONAL**

*Rudiger Dornbusch***

Es un placer estar aquí con ustedes. Les ruego me disculpen por hablarles en inglés. Estoy tratando de subsanar esta deficiencia pero, aunque ya entiendo bastante bien el español, todavía no lo hablo lo suficientemente bien y creo que será para mí muy difícil hacerlo. Quiero decirles cómo un extraño, no muy conocedor de la problemática colombiana, interpreta lo que está sucediendo en este país. Hablaré sobre el manejo administrativo en los años recientes y sobre los retos que les esperan. También quiero aprovechar para contarles, en mi calidad de extranjero, lo que está pasando en el exterior.

Comentaré dos aspectos del entorno externo. En primer lugar: ¿Qué se puede esperar de la economía mundial, del escenario en el cual se lleva a cabo la modernización colombiana? Además, hablaré un poco sobre las lecciones que pueden derivarse de la experiencia de Chile, Argentina y México. Es necesario leer las últimas noticias porque cuando se deteriora la situación lo marginal siempre está por debajo del promedio. Las tensiones en México son muy significativas y uno se pregunta si poner la inflación como el objetivo

* Versión traducida de la grabación magnetofónica de la conferencia, no revisada por el autor.

** Ford International Professor of Economics. Massachussets Institute of Technology, MIT.

central de un programa es verdaderamente una acción prudente. La experiencia mexicana nos dice que definitivamente no lo es.

Permítanme referirme primero al marco mundial dentro del cual, inevitablemente, vive Colombia, teniendo en cuenta la apertura económica en cada uno de estos aspectos: comercio, finanzas y divisas. ¿Qué debemos esperar? ¿Un crecimiento mediocre en la economía mundial, bajas tasas de interés y un dólar que se mueve horizontalmente y no hacia arriba? ¿Estaremos en un futuro ante un marco totalmente distinto, con un fuerte ***boom*** con un nuevo gobierno en Estados Unidos, un repentino vuelco en Europa, prosperidad en todas partes? Si se diera esta situación habría una recuperación importante en los precios de los productos básicos y un reto adicional para la economía colombiana. Yo creo que la respuesta a estos interrogantes es que el desempeño de la economía mundial va a ser muy pobre el año entrante y quizá los años siguientes, porque en mayoría de los países viven fuertes tensiones.

Antes de entrar en detalle, quiero contarles algo que sucedió en la Quinta Avenida de Nueva York y que constituye una buena medición de lo que está pasando en la economía mundial. Había un hombre que todas las mañanas pasaba frente a un carrito de "pretzels" y siempre le dejaba un dólar a la vendedora, pero nunca se llevaba su "pretzel". Eso sucedió semana tras semana. Cada mañana le dejaba a la vendedora su billete de dólar pero no tomaba el producto. Una vez la vendedora lo tomó del brazo, lo miró a los ojos, y él le dijo: "Mi señora, yo sé qué quiere usted. Quiere saber por qué le dejo un dólar y no me llevo mi pretzel". Ella le contestó: "No, no, lo que quiero decirle es que subió el precio de los pretzels". Eso es lo que está sucediendo hoy en la economía mundial.

Tomemos el caso del Japón: todos los políticos están en la cárcel, los bancos están quebrados, los balances de las compañías son desastrosos. Por primera vez en su historia, el Japón tiene una crisis de identidad, porque los japoneses pensaron que crecerían eternamente a una tasa del 6%, que eran el país más rico del mundo, que no tendrían problemas, pero de la noche a la mañana el mercado bursátil se ha reducido a la mitad, mucho más que el mercado bursátil de los Estados Unidos en los años veintes. La gente pensó que su sistema político, con un partido mayoritario que tenía un sólido control sobre todas las cosas nunca sería sometido a una

investigación. Hoy muchos políticos están presos. Aquellas compañías que creían tener una perspectiva de por lo menos dos mil años, y que podían invertir como si nunca tuvieran competencia, están enfrentadas a tremendos problemas en sus balances. Japón, el país líder en comportamiento y expectativas, se ve de pronto contra la pared y le está costando mucho trabajo salir adelante. Si ustedes leen los informes de los institutos japoneses de investigación económica todos predicen un crecimiento de 4% para el año entrante. Y publicarán los informes impresos. Pero si se les pregunta a los funcionarios de los institutos, personalmente y en privado, si eso es cierto, dicen: "Pues claro que no". Y cuando uno les interroga: "Pero ¿por qué, entonces, publican esos datos?", ellos responden: "Pues, porque el ministro de Hacienda así lo quiere". Así que, toda- vía tenemos al Japón tradicional trabajando, preparándose para engañarse con respecto a su crecimiento, pero el problema sigue ahí.

El problema de Europa es todavía peor. Europa ha participado en un juego monetario muy difícil en los últimos diez años. Países como Italia, que no tenían en absoluto condiciones para obtener una moneda dura, trataron de tenerla y ahora tienen grandes problemas fiscales, con niveles de endeudamiento de más de 120%, un aumento del desempleo y unas crisis monetarias permanentes. Italia es un ejemplo de lo que ocurre cuando los bancos de emisión quieren una moneda dura, y el mercado les cree. Pronto reingresarán al sistema monetario europeo, como lo hizo Gran Bretaña en 1925, a una tasa de cambio sobrevaluada, eso a lo que lleva es a una falta de crecimiento y a otra crisis, lo mismo que le sucedió a Inglaterra.

Alemania tiene unas tasas de interés increíblemente altas y un banco central que insiste en su independencia. Son un grupo de viejos mirando M3, que se les salió totalmente de las manos porque las tasas de interés son muy altas y no porque estén persiguiendo una sana política monetaria.

Francia, que quiere aferrarse al marco alemán para dar la sensación de tener una moneda dura, escasamente puede darse ese lujo, porque las tasas de interés alemanas implican que Francia tiene unas tasas reales del 7%, muy por encima de cualquier tasa de crecimiento que hayan experimentado las tasas durante la última

década. Gran Bretaña tiene aún más problemas a medida que va reduciendo sus tasas de interés a prácticamente cero, y la libra esterlina pierde su valor, lo cual llevará pronto a la inflación y al retorno de altas tasas de interés.

En consecuencia, Europa ofrece posibilidades de muy poco crecimiento el año que viene. Si le va bien crecerá un 1%. Pero lo más probable es que el crecimiento sea de cero o, peor aún puede ser negativo. Aun cuando se redujeran las restricciones monetarias en Alemania y, como consecuencia, en el resto de Europa, pasaría medio año o incluso un año antes de comenzar a verse una recuperación de la actividad europea. Lo que vemos ahora es el inicio de una recesión ulterior y pasará mucho tiempo antes de que podamos cambiar de dirección.

Esa inquietud le queda a Estados Unidos, y ustedes me preguntarán si la prosperidad está a sus puertas, o si la enfermedad actual de los niveles de crecimiento del 2%, que es muy bajo para ser optimistas y demasiado alto para declarar al país en crisis y recurrir a políticas keynesianas tradicionales, puede estar a punto de cambiar. Claro que la pregunta decisiva es si las elecciones tienen algún impacto, y si lo tiene, quién va a resultar elegido y qué puede hacer cada uno de los candidatos. Yo no voy a hacer política aquí, pero si alguien me lo pregunta después puedo hacerle algunos comentarios al respecto. Pero por ahora la respuesta necesariamente es que el problema fiscal en los Estados Unidos es un obstáculo muy grande para cualquier aventura.

El problema fiscal es de gran magnitud, los trucos contables van a hacer que el déficit del año entrante crezca mucho más que en los años pasados y quien llegue al poder y observe ese déficit encontrará que no hay mucha posibilidad de estímulo inmediato. La mayor parte de la atención se enfocará a su corrección en el mediano plazo. Las proyecciones del presupuesto del Congreso sugieren que con las políticas actuales dentro de diez años todavía tendremos el mismo déficit presupuestal como proporción del PIB y que el nivel de endeudamiento habrá crecido de 55% a 65%, con tendencia a seguir aumentando.

La salud, que es el área más difícil del presupuesto, crea cada año un porcentaje adicional de déficit, y ese es un proceso ilimitado.

¿De dónde viene? Del hecho de que la gente hoy es sana, pero es al final, al envejecer, cuando afloran todas las enfermedades costosas, en lugar de morir a los 40, de un ataque cardíaco camino al hospital, que sólo cuesta lo del taxi. De manera que el problema de la salud es gigantesco y con ese tipo de dificultades fiscales hay muy poca posibilidad de que en enero el nuevo presidente pueda pedirle al Congreso que apruebe estímulos fiscales importantes que lleven a la economía de los Estados Unidos a un crecimiento del 3.5%. Con estos antecedentes, ¿qué podemos esperar del dólar, de las tasas de interés, de los precios de bienes primarios en los mercados mundiales? Creo que vamos a ver una economía mundial creciendo a tasas muy lentas, incluyendo a los Estados Unidos. En esa economía mundial la inflación va a morir totalmente y el único sitio donde perdurará será en Alemania, y no se preocupen, que allí la combatirán hasta terminarla, aunque con ello se mate la economía mundial.

Habrá tasas de interés muy bajas durante mucho tiempo, y si en un acto de valor los Estados Unidos deciden equilibrar su presupuesto a comienzos del año entrante, lo cual es técnicamente fácil, porque se puede hacer gravando la seguridad social y el servicio de energía, además creando un impuesto de valor agregado, si ese fuera el caso repito, entonces las tasas de interés a largo plazo también se reducirán marcadamente.

Yo creo que la primera mitad de la década de los años noventas va a ser un período de tasas de interés sumamente bajas porque la economía mundial tiene muy poco dinamismo. La única área que tiene una fuerza significativa es Asia -siempre y cuando se resuelvan los grandes problemas del Japón- gracias a la inversión directa que realizan Taiwan, Hong Kong, Corea y Japón en la región costera de China, en Siberia y en la India, regiones que se están abriendo y que ofrecen oportunidades extraordinarias.

En lo que se refiere a Siberia, debemos estar conscientes de que en esa área se van a explotar recursos que van desde petróleo hasta minerales, incluyendo madera y cualquier recurso natural que se nos ocurra, y eso indica que en los mercados mundiales de productos básicos, sin inflación y con suministros masivos prove- nientes de esos desarrollos, los precios de los bienes primarios no van a subir y la debilidad que hemos experimentado durante los últimos diez

años continuará en gran medida. Hay muy pocas posibilidades de que haya un crecimiento sólido con un leve aumento de la oferta. Es muy leve la probabilidad de que la inflación inicie una fase ascendente que nos permita pensar en un ***boom*** en el campo de los bienes primarios, como el del período 1973-1975.

Así que tenemos una economía mundial con muy pocas oportunidades de entrar en un escenario distinto. Nada de lo que pueda pasar permitirá que Alemania de repente ponga en ceros su actividad industrial y produzca un ***boom*** europeo. No hay perspectivas de una aventura estadounidense o de una revolución keynesiana para el próximo mes de enero, ni de que vayamos a invertir cien mil millones de dólares para rápidamente obtener prosperidad. No hay nada que nos indique que Japón, de la noche a la mañana, pueda convertirse en una economía floreciente. Y si así fuera, como el Japón no es un gran importador, su progreso no se va a reflejar ni aquí ni en los Estados Unidos. De manera que ese es el clima económico que veo a nivel mundial, y la característica más importante será la reducción en las tasas de interés y, en lo que se refiere a bienes primarios, una gran oferta, que puede cambiar el escenario, especialmente en lo relacionado con el petróleo.

Pasemos ahora examinar los retos que esperan a un país como Colombia, y a investigar si hay lecciones de la economía mundial y de diferentes países latinoamericanos o de experiencias en otras partes del mundo que les puedan dar a ustedes alguna orientación. Yo creo que debemos reconocer una vez más que las lecciones realmente existen, y que no hay experiencia que se le aplique únicamente al país que la vivió. Uno tiende a pensar que nadie tiene problemas como los de uno, porque todo está en un pequeño contexto institucional y en cada parte éste varía ligeramente, pero la lección que queda, por encima de todo, es que una vez que uno comete un error todo el mundo le dice: "Pero ¿luego usted no vio lo que le pasó a tal o cual país, donde surgió exactamente el mismo problema?". Brasil, por ejemplo, siempre piensa que es único. Pero cuando se encuentran con una situación de hiperinflación eso no tiene nada de único. Simplemente se trata de una emisión excesiva de dinero, lo que produce inflación, y entonces desaparece todo aspecto institucional que le hubiera podido ser único. De manera

que yo sugiero con énfasis (y además me gano la vida haciéndolo) que hay que mirar a través de las fronteras nacionales y buscarles las lecciones que quedan tanto de hacer algo bien como de hacer algo realmente mal.

Es claro que Colombia no lo está haciendo del todo bien.

Permítanme darles un ejemplo concreto. La Constitución prevé un banco central nuevo e independiente y es algo que realmente está muy de moda. Creo que es conveniente tener un banco central con esas características. Y no es mi intención discutir ese hecho. Pero ¿cómo se organizaría? Pienso que la forma más discutible, permítanme usar esa expresión, es nombrar al ministro de Hacienda Presidente de la Junta Directiva del Banco Central independiente, porque si él no está de acuerdo con una medida que es la razonable, desde el punto de vista de política monetaria, él o ella (uno nunca sabe, en un país moderno), ¿qué pasaría? No habría reunión. No habría una política monetaria. Si miramos a los Estados Unidos, hubo una propuesta ante el Congreso en el sentido de que el ministro de Hacienda participara en las reuniones del Comité de Mercado Abierto y los economistas dijeron: "¡Qué idea más terrible!" Pero nunca hubo alguien que se atreviera a pensar que el ministro de Hacienda pudiera presidir las reuniones de la autoridad monetaria.

Hay lecciones importantes que se derivan de la experiencia de cada uno de los países, y la independencia es mucho, mucho más importante que la coordinación. Cuando no hay problemas, la coordinación se da de modo natural y espontáneo, y cuando los hay entonces no debe haber coordinación. Ese es el momento para tener un banco central independiente. Mi idea no es suscitar controversia en esta reunión, sino decirles que con respecto a los bancos centrales independientes, la discusión nacional y profesional que los rodea deja muchos ejemplos de este sistema alrededor del mundo, y podríamos investigar aún más esas lecciones, para saber exactamente qué es lo esencial. Y lo esencial es que en caso de conflicto el banco central debe ser independiente y no es conveniente una situación donde, en caso de conflicto, no lo sea.

Doy ese ejemplo, que de pronto no los convenza a ustedes, pero que a mí me basta.

Ahora paso a temas que tienen que ver con otros países latinoamericanos y que en cierta medida tienen su contraparte aquí.

Comenzaré con Argentina, donde han sucedido muchas cosas buenas durante los últimos dos años. Hablaré sobre los hechos negativos que pueden estar afectándola y sobre aquellos que pueden estar sucediendo aquí en forma paralela. Como ustedes recordarán, Argentina era muy rica, hasta 1910. Uno de los diez primeros países. Luego, gradualmente, empezó a retroceder. Y comenzó a retroceder porque, siendo un país cuya economía se basaba en la agricultura, ante la baja mundial de los precios de los productos agrícolas, durante la mayor parte del siglo, pero especialmente durante la década de los años treintas, decidió recurrir a la industrialización como alternativa. Tuvo medios para hacerlo en un principio porque durante la guerra se acumularon reservas a gran escala. Pero después vino el proceso de la industrialización con dos características críticas: una fue el surgimiento de un movimiento sindical sumamente fuerte, de muy bajo nivel de educación en relación con las exigencias de una industria moderna a nivel mundial. Se trata de un sindicalismo redistributivo diferente al sindicalismo de tipo alemán, que tiene visión hacia el futuro y reconoce que si quieren tener empleos en diez años las firmas deben poder sobrevivir. La otra característica de la industrialización argentina fue que se dio en un marco de economía cerrada, que es el que permite el surgimiento de un movimiento sindical como éste, porque en una economía abierta este tipo de movimiento pronto deja de ser viable.

Ese ha sido el problema de Argentina durante los últimos 30 o 40 años. ¿Cómo mantener una situación normal, e incluso desarrollarse, con una estructura industrial fuertemente protegida y con relaciones laborales significativamente conflictivas? De Argentina solía decirse que el dinero estaba por fuera y los sindicatos por dentro, y que los sindicatos eran británicos y los contribuyentes eran italianos. Esas son las condiciones que se han tratado de

cambiar mediante las reformas de los últimos diez años, pero especialmente las de los últimos tres. El movimiento sindical se debilitó en extremo como consecuencia de la hiperinflación, oportunidad que fue aprovechada para hacer reformas muy radicales. Uno de los pasos claves fue tomar y privatizar los fondos del seguro social que habían sido utilizados por los sindicatos para fortalecerse y, más importante aún, una reforma tributaria tendiente a normalizar el cobro de impuestos. Este último es un proyecto que tomará mucho tiempo perfeccionar, especialmente en Argentina, donde nadie está acostumbrado a pagar impuestos.

También se inició una reforma del sistema financiero que ya había tenido dos fracasos (uno en los años setentas y otro en los años ochentas). La mayoría de los bancos había atravesado un proceso de quiebra en algún momento durante esa época y había terminado figurando dentro del presupuesto del gobierno. Se hizo una reforma financiera sustancial con un mercado de capitales totalmente abierto, tanto nacional como internacionalmente, y una reforma monetaria, tras los efectos de la hiperinflación. Como Argentina había estado totalmente "dolarizada" hasta el punto de que el 99% de las tenencias monetarias llegó a estar denominado en dólares, era fácil decir que la única salida después de esta última hiperinflación era tener una moneda dura, aboliendo básicamente todo poder de decisión por parte del banco central. Se logró mucho más que una simple independencia, se le privó de todo poder de decisión diciendo que toda emisión de dinero debía estar respaldada por divisas en un 100%. De manera que si hay afluencia de divisas se emite dinero, y que si el flujo es hacia el exterior, se saca dinero de circulación. Este es el clásico patrón oro. Esta ley de convertibilidad se transformó, pues, en el ancla mediante la cual Argentina esperaba alcanzar la estabilidad de precios.

Un tercer aspecto de los cambios ha sido la reforma comercial y la liberalización interna, que se buscaron en forma muy agresiva para permitirle a la Argentina un rápido proceso de apertura, mientras se pudiera. La liberalización interna se produjo a la par con la privatización, y el proceso de apertura es hoy un hecho más que obvio en la Argentina. Hay productos importados en todo el país y las calles principales están llenas de anuncios comerciales internacionales. Fue un proceso acelerado; la privatización se llevó

a cabo sin detenerse mucho en la discusión sobre los precios de las empresas privatizadas y por lo tanto se hizo muy rápidamente; pero se justificaba, porque los ingresos ayudaban al presupuesto público.

Las empresas del gobierno eran, realmente, la contraparte de déficit presupuestales sumamente altos. Al venderse las empresas, el déficit se redujo, por no decir que desapareció del todo.

Esa es la situación actual de la Argentina, y cabe preguntarse si todas las reformas de los últimos diez años, especialmente las de los últimos dos, han sido un éxito o si su éxito es sólo parcial e inicial, porque sólo lograron controlar la inflación y darle a la industria acceso a bienes intermedios baratos del extranjero y a bienes de capital y también de consumo. ¿Es ésa sólo la primera etapa o será que en realidad esas reformas constituyeron un paso fundamental para la modernización de la Argentina, que día tras día se vuelve más transparente y más firme? Yo pensaría que el problema principal es la tasa de cambio real. Miremos a la Argentina en el sector de los precios mayoristas. La tasa de inflación es muy moderada. Está alrededor del 10% en dólares, más alta que la de los Estados Unidos y que la de su competencia asiática, pero no en forma extravagante. Después de la modernización eso es totalmente posible, porque hoy en día la Argentina es un país totalmente distinto de lo que era hace tres años. Ciertamente tiene hoy la ventaja del acceso a los mercados mundiales de capital, por lo menos por ahora, y también está en posición de atraer movimientos de capital a través de la inversión directa, especialmente si logran sacar adelante el proyecto Mercosur y el tratado comercial con los Estados Unidos, pero ya volveré sobre ese asunto.

Pero si miramos los precios al consumidor, la tasa de inflación ha sido del 70% desde la adopción de la ley de convertibilidad (70% en dólares), de manera que estamos frente a una mayor sobrevaluación y si miramos los precios mayoristas que casi en su totalidad se aplican a productos nacionales, es posible concluir que quizás la política no ha sido del todo acertada. Hay que tener en cuenta los precios al consumidor para entender por qué de pronto el precio de las importaciones se ha disparado. Un país que tenía un gran superávit comercial está ya camino a un déficit significativo, aún con el auge interno del año pasado.

La tasa de inflación de los precios al consumidor está empezando a afectar inevitablemente los salarios porque de otra manera los salarios reales estarían cayendo 50% o 60%, y a medida que comienza a afectar los salarios también, naturalmente, afecta los costos de las industrias que están en vías de restructuración. Hasta cierto punto, pueden darse el lujo de pagar salarios más altos porque ahora tienen equipo más moderno, bienes intermedios que pueden importar a bajo costo, etc. Pero al final, en cosa de un año, una inflación del 60% o 70% en los precios al consumidor afectará radicalmente la posición competitiva de la Argentina. Así que la gente se pregunta cuánto durará este nuevo régimen de tasa de cambio y una de las respuestas está en la Constitución: siempre. La otra respuesta es que la gente puede cambiar la Constitución. La tercera es que algún truco se encontrarán para superarlo.

Realmente, lo esencial del ejemplo argentino es que, aunque uno se vaya al extremo de tener por Constitución el equivalente al patrón de oro, que es la ley de convertibilidad, mientras no haya un buen desempeño de los precios en línea con el régimen cambiario, tarde o temprano se presentan las dudas y esas dudas se le retroalimentan a la estructura financiera: la gente que le teme a una devaluación deja de buscar préstamos en el exterior o pospone sus inversiones hasta después de la devaluación. El proceso entero de modernización a la postre se convierte en un rehén de las dudas sobre la tasa de cambio y éstas prevalecerán mientras la tasa de cambio real crezca en la dirección equivocada. Una de las respuestas sería, naturalmente, una gran recesión, romper la inflación y vivir con esa tasa de cambio. Desde el punto de vista político, esta es una medida impopular en extremo. A Menem realmente no le gustaría esa alternativa. La otra respuesta es afirmar: "Esto está divinamente, nos estamos modernizando y la inflación eventualmente va a detenerse. Miren, por ejemplo, cómo han mejorado los precios mayoristas". Pero eso sería como meter la cabeza entre la arena. La tercera posibilidad es optar por una paridad móvil y aceptar la inflación, pero la gente dirá: "No, eso no lo podemos hacer porque ya lo hemos hecho 200 veces y así es como llegamos a la hiperinflación". Así que la Argentina está frente a una encrucijada

donde la tasa de cambio está drásticamente fuera de línea, donde no hay solución sencilla que funcione y donde la alternativa es pensar en adoptar un régimen cambiario distinto, una política macroeconómica interna radicalmente diferente. Yo creo que la respuesta adecuada no estaría en la modificación del régimen cambiario, pues Argentina ya lo ha intentado demasiado por esa vía. Lo que hay que hacer es cambiar la política de demanda que afecta la inflación. Es muy difícil creer que la construcción y los precios de los servicios médicos aumenten al 30% anual en una economía totalmente abierta y con una tasa de cambio fija. Y estamos seguros de que no hay escasez de servicios médicos.

El ejemplo de la Argentina es el de un país que ha realizado muchas reformas, ha habido un cambio enorme con mucho optimismo y respaldo para las reformas, pero le falla la tasa de cambio y dos años más tarde todo señala a la tasa de cambio como problema central y todas las historias bonitas pasan al trasfondo porque, al final, la tasa de cambio es el factor clave: ¿Habrá devaluación o no? Y de eso dependerá toda la actividad económica, ya sea en el campo de las finanzas o en el campo de la industria.

Permítanme ahora hablar sobre el caso de México, que es algo muy parecido. El entusiasmo por las reformas en México es, claro está, desbordante. Al igual que en la Argentina, las reformas causaron bastante malestar al principio, agravado por la drástica baja de los precios del petróleo y por el hecho de que México era una economía mucho más atrasada como no lo fue jamás Argentina.

Las piedras angulares de las reformas que se iniciaron bajo la administración de Miguel de La Madrid, y que cobraron rápido auge bajo la administración de Carlos Salinas de Gortari, incluían apertura comercial, liberalización interna, equilibro presupuestal, lucha por la solución al problema de la deuda. Esta última fue una medida importante: la deuda ya no está en la agenda. La liberalización se consideraba una gran fuente de aumento de la productividad, de incrementos inmediatos del ingreso real utilizando más eficientemente los recursos. El alcance era muy grande. Durante 60 años el país había utilizado el poder político para otorgar privilegios económicos y los recursos se utilizaban en forma

extremadamente ineficiente. Además la apertura comercial se consideraba una forma idónea de modernizar la industria mexicana, pues se le permitía el acceso a bienes intermedios baratos y a bienes de capital de bajo costo, lo que le permitiría competir en forma efectiva con Asia en vez de tener que depender de un mercado totalmente protegido para la venta de sus productos. Todo ello ha funcionado bien. En México las reformas son muy aceptadas y consideradas como esenciales, la oposición no las cuestiona en sí sino sus arreglos políticos, y la desinflación ha tenido éxito.

México logró bajar la inflación de un 300% a un 10 ó 15% sin mayores problemas en términos de empleo ni de crecimiento. Claro está que gran parte de ese éxito fue su política fiscal, que se volvió sumamente austera a costa, en gran medida, del gasto público, pero éste era uno de los campos donde se desperdiciaban más los recursos. También hubo una importantísima reforma tributaria que giró alrededor del cobro normal de impuestos. Esta reforma sigue operando y produciendo más y más ingresos.

Entonces, ¿en qué consiste el problema actual de México? El principal problema de México es que su lucha contra la inflación se hizo mediante la tasa de cambio. Ante la afluencia de grandes capitales creyó que podría permitirse un aumento en la tasa de cambio. Cualquier economía en vía de modernización, como por ejemplo España, se podía dar el lujo de aumentar su tasa de cambio porque podía ofrecer seguridad a los inversionistas de que tendrían seguro acceso a los mercados, y México ciertamente contaba con la posibilidad de ser aceptado en el proyecto del NAFTA*. Todas estas razones justificaban un aumento en la tasa de cambio. El gobierno aprovechó esa coyuntura y redujo la tasa de depreciación del peso de 100 centavos por día a 80 centavos y al final a 20 centavos, lo que representaba una variación de la tasa de cambio sustancialmente más baja de lo que justificaba la tasa de inflación. Con una tasa de inflación de 10% a 15%, la depreciación cambiaria se hacía al 3%. Eso se puede hacer durante un mes y no hay problema.

* Sigla en inglés del Acuerdo de libre comercio norteamericano (Canadá - México - Estados Unidos) (Nota de la editora).

También se puede hacer durante un año y tampoco crea un gran problema. Pero si se hace durante unos pocos años es natural que la revaluación real aumente más y más en una economía totalmente abierta. Y es a ese tipo de fenómeno al que hay que ponerle atención. Porque una revaluación real, combinada con la liberalización comercial, tiene un efecto totalmente dramático sobre la balanza comercial.

Hoy día México tiene un déficit de 20 mil millones de dólares en su balanza en cuenta corriente, es decir, 6.5% del PIB, y la tasa de cambio real sigue revaluándose. El problema, claro está, es si ese proceso se puede seguir financiando. Y si hay un flujo estable de historias maravillosas sobre México, entonces a nadie se le ocurrirá hacer preguntas. Y todos los fondos del mercado monetario de Estados Unidos se dirán: "Qué maravilla, estamos obteniendo en dólares 18% en México y miren lo que nos ofrece el Tesoro de los Estados Unidos: sólo 3%. Yo me voy a invertir todo lo que tengo en México". Y los inversionistas nunca cuestionarán el sistema y les irá un poco mejor que a los demás fondos de los mercados financieros. Y eso es lo que está viviendo México en este momento. Paga altas tasas de interés en dólares para financiar un creciente déficit en su balanza de cuenta corriente, que de hecho ya es enorme. ¿Puede esa situación continuar así? Pues si las historias sobre México siguen siendo maravillosas día a día podrá continuar así para siempre. Pero hay una ley que dice que no todas las historias pueden ser maravillosas siempre. Y lo hemos visto. En el momento en que apareció Ross Perot en la escena y dijo que México debería ser abolido, del acuerdo de libre comercio el mercado bursátil mexicano sufrió un colapso, tuvo que aumentar las tasas de interés en 3 puntos porcentuales para mantener la afluencia de dinero. Luego Perot se fue, el Nafta se firmó y México logró bajar sus intereses en 2%. Pero después empezó a ganar Clinton y no había dicho nada sobre el Nafta. México tuvo que aumentar sus intereses en 4%. Y ahora va a ganar, y México tendrá que aumentar sus intereses en 5%. De manera que el manejo diario de las tasas de interés depende enormemente de los hechos diarios porque los mexicanos tienen que preservar esa entrada de dineros para finan-

ciar un enorme y creciente déficit en su balanza en cuenta corriente y hay que preguntarse por cuánto tiempo se puede mantener ese tipo de situación.

De México se deriva una lección muy clara. Cada vez que hay elecciones se presenta un colapso en la tasa de cambio. Porque en el período preelectoral se utiliza la tasa de cambio para complacer a todo el mundo y eso quiere decir que se sobrevalora, de tal manera que la inflación permanece baja y aumentan los salarios reales, y entonces la gente dice: "Bueno, sí, pero ¿qué irá a hacer la próxima administración?" Y ahí es donde se produce un ataque especulativo. Cuando quiera que hay una transición clara entre un régimen y otro surgen ataques especulativos tales como los que acabamos de ver en Europa. Y durante el próximo año y medio, México va a tener que depender de muchos de los votos del tratado de Maastricht, de las elecciones presidenciales, del Nafta que se someterá al Congreso, de sus elecciones presidenciales, y cada uno de estos hechos es una oportunidad de ataques especulativos sobre una tasa de cambio que está claramente sobrevaluada y no hay posibilidades de un cambio drástico en la política. Y hablo de un cambio drástico en la política porque México reconoció, después de los acontecimientos europeos, que había un problema, y aumentó la depreciación de 20 centavos a 40 por día. Pero hay que dividir 40 por 3.300. Y eso nos da una tasa de depreciación del 4% contra una inflación que todavía está alrededor del 11%. Entonces México de pronto se convierte en prisionero de una ola de oportunismo en el campo de la desinflación, en el cual, durante mucho tiempo, se ha jugado con la tasa de cambio, se ha permitido una acumulación de sobrevaloraciones, se ha desestimado el impacto de la liberalización comercial, siempre pensando que el primer año sería un año de compensación y que en el segundo la sobrevaloración podría reducirse. Pero no se dieron cuenta de que el segundo año sería aún peor. Dada esta situación, hoy en día México tiene un problema muy serio que es el de las tasas de interés extremadamente altas que no pueden seguir así eternamente y hay un teorema en economía según el cual todo lo que no es eterno termina por fallar. ¿Cuándo? Podría ser cualquier día o año a partir de ahora.

¿Hay alguna historia exitosa? Pues tanto Argentina como México han tenido éxito con sus reformas, salvo por sus tasas de cambio. Pero Chile sí es realmente una historia del éxito. No hay duda de que durante más de quince años (que es un período bien largo) Chile ha administrado su proceso de modernización con gran habilidad y prudencia; y también con significativa intervención. Yo creo que ese es el aspecto clave de la política chilena. Los chilenos emprendieron la aventura mexicana a finales de la década de los años setentas. Hicieron exactamente lo que está haciendo México ahora: reformas presupuestales y comerciales de todo tipo.

A finales de los años setentas, el único problema en Chile era la inflación. Una inflación del 25%, la depreciación necesaria para mantener competitiva la tasa de cambio y la sensación de que había un círculo vicioso de depreciación e inflación que si se rompía sería todo maravilloso. Los chilenos se convencieron de que el ideal era adoptar la ley de un solo precio. Que los precios internos deben ser básicamente los mismos precios internacionales multiplicados por la tasa de cambio corriente. De manera que si se detiene la depreciación se detiene también la inflación a través de las expectativas, directamente a través de los precios de importación que aumentan a un ritmo mucho menor, pero también a través de la competencia en materia de importaciones. Fijaron permanentemente el peso a 39 por dólar pero se les olvidó que tenían un sistema de indización interna que vinculaba los ajustes salariales con la inflación pasada más que con la inflación proyectada. Y aún con la tasa de cambio fija concedieron un aumento salarial del 30%. Al siguiente año concedieron otro 30% de aumento. Dos años más tarde, el peso se encontraba brutalmente sobrevaluado, Chile tenía un déficit en balanza de cuenta corriente sin precedentes en su historia, la deuda externa ya no podía financiarse, hubo una serie de depreciaciones -10 de ellas, una detrás de la otra-, un colapso del 15% en la producción en 1982.

Luego vino la segunda ronda, la exitosa. Una reconstrucción que nunca corrió el riesgo de tener una tasa de cambio sobrevaluada; de hecho, a lo largo de los años ochentas la depreciación real fue el ingrediente estable de las importantes tasas de crecimiento. Y aún hoy, después de una pequeña "devaluación" durante el último año,

la tasa de cambio es competitiva en extremo, hay superávit comercial, no hay el menor problema en ese campo, los flujos de capital se están administrando activamente, las reformas cuentan con una total aceptación y nadie las impugna. Chile es una historia de éxito si se mira el patrón completo en vez de estudiar los primeros dos años. En el caso de Chile ha habido mucha prudencia, muy poco oportunismo y siempre un ojo avizor sobre la tasa de cambio; además, una administración fuerte y decidida de los flujos de capital de tal manera que nunca hay exceso. ¿Por qué? Porque la lección de finales de los años setentas es que cuando de repente hay capital disponible se toma demasiado y luego se convierte en adicción, y así como se vuelve adicción un gran déficit de balanza en cuenta corriente, el capital desaparece y se colapsa a la vuelta de la esquina.

Bueno, pero ese no es un punto adecuado para hacer la transición a Colombia, porque yo no voy a decirles que el colapso aguarda a la vuelta de la esquina. Pero sí quiero destacar algunas de las lecciones. Colombia se está modernizando muy rápidamente en todo sentido. Y cabe preguntarse si el resultado será positivo. El modelo tradicional colombiano era el de una economía tan cerrada como la de Albania y una gestión económica tan conservadora como el Vaticano. Pero exitosa. Muy exitosa. Porque, a diferencia de cualquier otro país latinoamericano, la inflación era moderada y el ritmo de crecimiento muy estable. Hoy, de repente, cambian las reglas y uno se pregunta si ahora hay menos inflación y más crecimiento como compensación o si estamos entrando en un estado de inestabilidad al estilo mexicano o argentino, liberando los controles en la mayoría de los campos y arguyendo que el mercado mundial es más seguro que la economía nacional que se administra tan de cerca.

Yo creo que Colombia hace bien en modernizarse, que no hay forma de que en el mediano plazo se puedan sostener tasas de crecimiento anual del 4 ó 5% sin aprovechar cada vez más la división internacional del trabajo, las posibilidades de mayor especialización y el cambio gradual hacia industrias de mayor valor agregado. Eso es inevitable. Yo creo también que es prudente

integrarse al mercado mundial de capitales aunque allí los beneficios son mucho menos importantes que en el área comercial y, naturalmente, reconozco que la modernización y la apertura son esenciales para la economía interna y que si se puede controlar su ritmo entonces es posible que los resultados sean favorables. Y pienso también que no vale la pena detener esos procesos porque tarde o temprano van a surgir y se corre el riesgo de que sucedan demasiado rápido y sin mayor orientación. Pero los primeros pasos ya están dados, la primera área es la liberalización del comercio que tenía una programación específica que se acortó en forma agresiva. Yo creo que, desde el punto de vista comercial, el primer año no fue malo y el segundo parece incluir mucha, mucha más penetración en el campo de las importaciones, especialmente si la gente se da cuenta de que la economía está dando la vuelta y que está encaminada hacia el crecimiento.

En el caso mexicano, hoy el empleo en la industria manufacturera es constante y eso, claro, es un gran problema, dado el constante aumento de la fuerza laboral. La mitad de la industria está creciendo a un ritmo acelerado y la otra mitad se está reduciendo a un ritmo igualmente acelerado. La rápida y radical liberalización del comercio en México es un problema de gran magnitud para la industria y cabría preguntarse si el camino correcto no hubiera sido el haberla hecho un poco menos rápida, o con una tasa de cambio real mucho más favorable. Yo sospecho que en Colombia la tasa real de cambio se vigila muy de cerca, especialmente con respecto a la balanza comercial a corto plazo y a la viabilidad de la industria también a corto plazo, y por lo tanto no tiene relación con la competencia que se genere durante los próximos dos o tres años, cuando la gente se de cuenta de lo que puede comprar en el mercado internacional.

En el campo de las exportaciones, los beneficios de la apertura siempre son lentos. La modernización de cualquier compañía requiere siempre cinco o seis años, mientras que hacer una compra en el extranjero toma cinco minutos. La creencia de que la modernización también beneficia las exportaciones es correcta. Pero toma mucho tiempo y, como resultado, siempre surge un problema de

déficit en la balanza comercial y cuando surge indica que se depende demasiado de la financiación y depender demasiado de la financiación implica que debe haber muy buenas bases anteriores, porque de lo contrario se requieren altas tasas de interés. Pero entonces las tasas altas de interés se convierten en un problema para el balance de la industria financiera y para los balances de las empresas. Algunos pueden evitarlas endeudándose en dólares, pero cuando finalmente llega la devaluación tienen que pagar un alto precio por haber tenido acceso al mercado mundial. Parte de ello al menos termina gravitando sobre el presupuesto público y a su vez, genera incertidumbre financiera.

Así que mi principal área de preocupación, en vista de las experiencias de apertura comercial de México y Argentina, es que la tasa real de cambio debe ser lo más baja posible. Uno debe estar pendiente de la radical penetración de las importaciones que ocurre a nivel de bienes de consumo, de bienes intermedios y de bienes de capital y del tiempo que toma el que éstos se conviertan en exportaciones. Ese es un puente muy largo y para cruzarlo una tasa de cambio real es mejor garantía, que pensar que uno puede endeudarse en el extranjero, o que, a través de tasas favorables de interés, puede mantener una afluencia continua de capitales. Aunque hubo una depreciación significativa antes de las reformas yo no estoy convencido de que la tasa de cambio real sea suficiente.

El segundo aspecto es la reforma financiera. En materia financiera, nunca se es lo suficientemente conservador. El éxito no reside exclusivamente en ser conservador. Se pueden hacer cosas extravagantes y declarar que esas son las tendencias mundiales por una parte o responder al interés nacional, lo que implica evitar la extravagancia. Por otro lado, la liberalización financiera casi siempre fracasa. Porque en etapas que son claves, la supervisión prudente debe decir que no, pero como la experiencia es tan maravillosa es muy difícil decir no.

Miren a Estados Unidos. No hay necesidad de ir a Suramérica. En Estados Unidos tenemos una factura de quinientos mil millones de dólares en el presupuesto, como consecuencia de no haberle puesto atención a lo que estaban haciendo las instituciones de ahorrar y prestar. Y lo mismo sucede en la mayoría de los países

en desarrollo. Chile tuvo tres experiencias similares, México también las tuvo, Argentina lo mismo, cualquiera que haya iniciado un proceso de apertura ha descubierto muy pronto que el mercado mundial de capitales ofrece dinero en forma demasiado fácil si se compara con las oportunidades reales; cuando las cosas fallan todavía hay un año más para que la gente, que conoce bien su juego, se retire o apueste de nuevo. Claro está que la mitad se quedará por el camino y no llegará a la meta. Y es ahí donde radican los costos sociales. Entonces mi principal preocupación, en el campo de la reglamentación financiera, es que si se es superconservador probablemente se es la mitad de lo conservador que se debe ser. Se requiere enorme conservatismo en el interés del sector financiero y del país, porque no es conveniente dejar que la competencia nos arrastre a la imprudencia. Debe haber alguna influencia externa que logre este resultado.

Con respecto a la movilidad internacional del capital, esa es realmente el área donde hay menos interés. Si se tiene un sistema interno sustancialmente competitivo, incluyendo la participación de bancos extranjeros y de entidades financieras foráneas, si eso fuera esencial para mantener la competitividad, la libre movilidad internacional del capital realmente es muy conveniente. Chile ha tenido éxito en reglamentar el flujo de capitales y como resultado en los años ochentas impidió la ocurrencia de avalanchas de capitales en un día y su retirada en el otro, como las que han experimentado México y Argentina durante los últimos dos años. De manera que en este campo Colombia ha ido quizá demasiado lejos y muy osadamente, y cabe preguntarse si hay alguna forma de reglamentar ese proceso más prudentemente. No crean que las tasas múltiples de cambio son la forma ideal de hacerlo, porque introducen más volatilidad y menos control. De manera que esta es un área donde yo tendría mucha precaución.

El tercer aspecto es qué pensar de los próximos diez años cuando aparecen en el horizonte dos cosas importantes: una es cómo vivir con el petróleo y, la otra, qué tipo de arreglos comerciales buscar en el mercado mundial. No voy a mencionar aquí el tema del petróleo, pero sí quisiera hablar sobre el comercio. Ciertamente es importante para la industria colombiana preguntarse dónde estará, dentro del sistema mundial de comercio, dentro de cinco o diez años.

No habrá nadie que quiera invertir con la perspectiva de que la economía permanecerá cerrada, que no es el caso, y nadie invertirá en el sector de exportaciones sin saber de antemano en qué mercados puede vender y en competencia con quién. Yo creo que hoy esa pregunta está básicamente abierta. Una respuesta es que en diez años habrá libre comercio a través de las Américas, y yo creo que esa es la respuesta correcta, y que para Colombia sería muy importante tomar esa ruta desde el principio. Eso le aseguraría el mercado más amplio y le indicaría la dirección que deben tomar sus inversiones, tanto en relación con el capital físico y en los negocios de exportación, como en lo relacionado con los programas de educación.

Otro modelo consistiría en conquistar los mercados venezolanos, reinar allí al amparo de la escasa competitividad venezolana y aplazar cualquier otro arreglo más amplio. Y eso, claro está, sería el resultado de una antigua mentalidad de economía cerrada en busca de una víctima que no pueda caminar rápido: ese es nuestro mercado; allí nos entrenaremos y luego pensaremos en la próxima etapa. Mi impresión es que Venezuela es un verdadero pasivo en términos de política comercial. Es un país atrasado política, económica, institucional e intelectualmente. Es el peor socio que se puede tener en los años noventas. Suscribir un acuerdo aduanero con Venezuela es como andar encadenado en las piernas y vendados los ojos. Así que yo creo que un asunto muy importante para Colombia es colocarse muy pronto en la posición de Chile o de Argentina, hablar con los Estados Unidos o con México o Canadá sobre la posibilidad de participar en el proyecto Nafta y romper con arreglos muy provinciales. Una vez que se logre la apertura económica hay que apurarse para que venga la inversión y evitar la generación de incertidumbre sobre las oportunidades del país vistas a cinco años.

Si yo tuviera que decir dónde están los retos importantes para Colombia en su proceso de salirse del cuello de botella actual, y alcanzar un crecimiento del 5 ó 6% durante los próximos 5 o 10 años, yo diría que en primer lugar está el aspecto interno, donde ha habido muy poca inversión en capital y educación, en parte porque hay demasiada incertidumbre sobre la situación mundial y en parte

porque no se ha hecho el suficiente énfasis en la pacificación interna. Así que estas dos áreas deben ser de prioridad y el presupuesto no debe ser visto como una herramienta para detener la inflación sino como el instrumento para construir la infraestructura de un país moderno que Colombia no es hoy. Y si Colombia quiere abrir su economía, entonces hay que avanzar rápidamente y hacer las correcciones del caso.

Y el segundo reto es definir a Colombia dentro del ámbito de la economía mundial. La apertura que se ha iniciado es un paso en esa dirección, pero mucho más importante es saber qué mercados tendrá Colombia y esa pregunta la contestan Chile y Argentina. Es cuestión de asumir un posición agresiva y futurista, y decir "Nosotros queremos ser parte del arreglo de libre comercio de las Américas". Pero con países como los Estados Unidos. Salir a buscar el mercado venezolano no tiene gracia. Porque ¿a quién le interesa el mercado venezolano?

Quiero concluir refiriéndome a las políticas. Con tanta incertidumbre, ¿qué se debe hacer? El consejo político en este caso proviene de Yogi Bear, quien dijo: "Cuando se encuentre en el cruce de dos caminos, tómelo".

MERCADO DE CAPITAL Y LA EXPERIENCIA MEXICANA: ¿CÓMO PUEDE BENEFICIARSE COLOMBIA?

*Louis G. Schirano**

En mi vida quedan muy pocas cosas en las que yo me considere excepcional o medianamente hábil. Me gusta pensar que no me va muy mal en el negocio de la banca pero aún en eso bien puedo equivocarme. Algo que sí hago muy bien es pescar. De hecho, creo que en la pesca me va mejor que en cualquier otra actividad y si tuviera la oportunidad y claro, el dinero suficiente, me dedicaría a ella por completo. Fue así, dedicándome a mi actividad predilecta, por ser el campo que mejor manejo, que salí de viaje en abril de este año, esta vez con mi hijo mayor, a un lugar no muy lejos de aquí, llamado Cabo Marzo, en las costas del occidente colombiano. Debo admitir que mi hijo aceptó acompañarme sin mayor interés y con una buena dosis de pánico, pues como la mayoría de los norteamericanos, especialmente los jóvenes, él sólo conocía el lado oscuro de Colombia. Algo logramos pescar, aunque no mucho pues El Niño se nos había adelantado, pero una semana más tarde, cuando íbamos a tomar el avión en El Dorado, mi hijo me dijo, "Papá, esta gente es de lo mejor que yo he conocido". Francamente, esa impresión con la que se iba mi hijo fue para mí mucho más

* Vicepresidente Senior First Interstate Bank, Ltd.

importante que poder alcanzar el récord mundial en pesca de pez vela azul.

Desafortunadamente, un solo converso no hace una religión, y aunque quienes estamos aquí reunidos hoy podemos considerarnos conversos, también debemos reconocer que este país, al igual que todos los demás países de Sur y Norteamérica, está en plan de competir por atraer conversos junto con las donaciones provenientes de dichas conversiones. Para un extranjero como yo, quien sólo tiene oportunidad de visitar a Colombia unas pocas veces al año, los cambios han sido dramáticos y visibles, quizás más que para cualquiera de ustedes que residen aquí. Aparte de los obvios cambios físicos de los últimos años, hay una renovada confianza en la comunidad financiera y en el ámbito de los negocios, así como -para repetir una frase ya conocida- un "glastnost" (apertura) en la mentalidad del público. Al igual que el resto del hemisferio, Colombia está comenzando a pensar y a mirar hacia afuera, reconociendo que las políticas aislacionistas de hace sólo unos pocos años han dejado de ser aplicables en este mundo moderno y cambiante.

Sobra decirles que el país se ha modernizado notablemente en los diez años durante los cuales yo he sido visitante asiduo. Más dramático, quizás, ha sido el cambio básico que ha sufrido la economía, la cual ha pasado de ser una economía agrícola dominada por un solo producto a una economía en la cual el café representa tan sólo 17% de las exportaciones de la nación. Del período de principios de los años ochentas, caracterizado por la crisis de la deuda latinoamericana, Colombia ha pasado ahora a una situación muy compleja de riqueza financiera, con reservas internacionales de cerca de ocho mil millones de dólares, un saldo favorable en su balanza en cuenta corriente y un saldo también positivo en su balanza de pagos. Este "éxito" si así se puede llamar, ha despertado la preocupación de muchos sectores por las presiones inflacionarias que se están creando, las cuales, entre otras cosas, han llevado al gobierno a tomar una serie de medidas que todos ustedes conocen muy bien, con el fin de controlar la entrada de divisas y sacar de circulación todo excedente de dólares que exista en el mercado.

Yo no soy político, ni tampoco economista como el conferencista de honor de esta mañana. Yo soy como muchos de ustedes, un

banquero cuyo poder de observación es quizá mayor que el de comprensión. Y son precisamente algunas de mis observaciones las que deseo compartir en relación con mis impresiones actuales sobre Colombia, con la esperanza de que al compartirlas logre entender un poco mejor a este país al que le he cobrado tanto afecto.

Desde todo punto de vista la gestión económica ha sido tan satisfactoria, si no mejor, como las que se han visto en América Latina durante estos últimos diez años. Colombia continúa siendo la única nación entre los principales deudores internacionales, que no reprogramó su deuda externa y cuya deuda acumulada no vale ya la pena discutir. Su crecimiento económico ha sido excepcional y aunque el programa de privatización ha encontrado algunos obstáculos que lo han retrasado significativamente y ha presentado resultados menos positivos que los esperados, el gobierno aún parece estar firmemente comprometido con su eventual implantación. Y sin embargo, cuando se habla de la emergencia de los países latinoamericanos, se habla de México, Argentina, Chile y Venezuela. Y Colombia? "No, no. Colombia no. Ese es un sitio terrible. Todo lo que tienen es al pobre Juan Valdéz y a su burro". Por qué?

Decir que Colombia sufre de lo que nosotros llamamos en los Estados Unidos el mal de la mala prensa es apenas una insinuación de lo que realmente sucede. El conocimiento que se tiene sobre Colombia gira alrededor del tráfico de drogas, excluyendo casi todo lo demás. Para la comunidad financiera, excepción hecha de un selecto grupo de bancos comerciales norteamericanos y europeos, en Colombia no pasa nada, es decir, que es considerada como un "no-evento". La verdad es que es mucho lo que se puede decir de Colombia pero a menos que se diga, nadie se va a enterar.

Yo siento mucho decirles, que eso no es culpa de la comunidad financiera. La labor de Colombia en el campo de desarrollo de su imagen deja mucho que desear. A veces pareciera como si el gobierno se hubiera abstenido deliberadamente de siquiera intentar promover su imagen a nivel internacional. Y, como observador que soy, yo me pregunto si eso es resultado de una deliberada decisión política o si es el resultado de una reticencia nacional quizás por un conservatismo nato que impide que se promuevan los aspectos positivos del país.

Además de los aspectos metafísicos de este interrogante, hay algunas consideraciones muy concretas que vale la pena explorar; en primer lugar, el efecto de esta política en la situación financiera del país en general. En gran medida, Colombia se quedó por fuera de la primera oleada de inversiones que comenzó a partir de la estabilización de la crisis de la deuda latinoamericana. Mientras que México, Argentina y especialmente Chile han experimentado transferencias positivas y sustanciales en sus respectivas cuentas de capital (tan sustanciales en el caso de México que lograron eliminar un enorme déficit en su balanza en cuenta corriente), la inversión en Colombia parece ser mucho más transitoria: capitales especulativos en busca de rápidos rendimientos. El corolario financiero de la primera ley de Newton podría ser, por ejemplo, que todo lo que entra tiene que salir. Y yo creo que eso es lo que está pasando en gran medida en Colombia. Y todos conocemos los peligros que representa una situación como ésta.

Yo personalmente debo admitir que a mí me confunde Colombia. Por una parte ese aislamiento de los mercados financieros y de la inversión internacional presenta la imagen de un mercado atrasado. Y sin embargo, de todos los países de América Latina, Colombia y Chile son los únicos que han logrado abrir un mercado endógeno de capitales para crédito a mediano plazo -en multidivisas-! El desempeño de la Corporación Financiera del Valle ha sido sobresaliente, por decir lo menos, en el campo de las actividades financieras a mediano plazo. Por otra parte, es sorprendente el hecho de que el gobierno haya estado tan dispuesto a generar una deuda interna en condiciones que, indistintamente de la vara con que se midiesen, hubieran resultado atractivas para los inversionistas de la comunidad internacional. Y esto no es crítica en ningún momento. De hecho, el atraer nuevas inversiones a punta de ofrecer incentivos ya sea en los niveles de rendimiento o en los alivios tributarios para la inversión es una práctica bastante generalizada, pero yo me pregunto si el escenario era el adecuado. Para mí es difícil entender qué beneficio podría representarle al país ofrecer unas tasas de rendimiento por encima del mercado a un grupo básicamente cautivo de inversionistas, como lo hizo el

gobierno con su primera experiencia crediticia de acuerdo con el cupo de endeudamiento aprobado para 1985.

Para tener un punto de comparación, examinemos este enfoque a la luz de la experiencia mexicana durante los últimos años aunque para ser justos, debemos reconocer que los recientes ejercicios en este país han estado orientados específicamente a absorber lo que se ha considerado como un nivel excesivo de liquidez en dólares dentro del sistema. Si esta política fue apropiada o si tuvo éxito puede ser discutible, pero es un hecho que el propósito del modesto programa colombiano de endeudamiento es considerablemente distinto al de México.

México ha recurrido al mercado internacional de capitales con una serie de propósitos diferentes, además de buscar recursos de capital. Desde 1982, la meta de muchos países ha sido constantemente la de volver a los mercados voluntarios, como señal de que el período de la crisis de la deuda es cuestión del pasado. En 1989, Merrill Lynch inició este proceso al lanzar al mercado el primer crédito monetario voluntario dirigido a una entidad latinoamericana: BANCOMEX. Aunque la tasa de emisión para este crédito era fija a cinco años, y estaba alrededor del diez por ciento, el descuento inicial resultó en un rendimiento sin precedentes del diecisiete por ciento. No siempre es posible calibrar el éxito de una transacción individual en el momento de su expedición, pero resulta que desde la fecha del lanzamiento de ese crédito, cuyas condiciones superaban por lo menos en un diez por ciento las tasas de rendimiento del Tesoro de los Estados Unidos, se han obtenido más de tres mil millones de dólares sólo para México, para prestatarios tanto del sector privado como del sector público, y eso sin tener en cuenta la gran cantidad de depósitos de efectivo captados por los bancos mexicanos, los cuales se han vuelto tan populares que son uno de los rubros más comunes del mercado. En tres años, a pesar de que las tasas de emisión de bonos no alcanzan a satisfacer los requerimientos de inversión, el sector público mexicano ha sido capaz de ampliar los plazos a diez años y de reducir a sólo 200-250 puntos de base la diferencia entre sus tasas y las de los bonos del Tesoro. Es claro que tanto a ellos como a sus bancos de inversión les ha ido muy bien. El éxito se convierte en dinero, el dinero en interés y el interés en buena reputación. Durante los últimos dos

años, todo el mundo ha estado vendiendo el "nuevo" México. De hecho, a pesar de haber trabajado en este campo durante casi veinte años, yo ignoraba la cantidad de ve- teranos "expertos" mexicanos que hay, ninguno de los cuales repre- senta más de treinta años de edad. Pero a pesar de lo que puede considerarse una excesiva "sobreventa", no cabe duda de que México ha logrado cambiar su imagen en muy poco tiempo gracias en gran parte a su éxito en los mercados financieros internacionales.

Después de este éxito inicial, hemos visto cómo México progresó, hasta alcanzar el siguiente nivel con el aumento en la circulación de capital mexicano en acciones, tanto en los mercados locales como en la utilización de "Certificados Americanos de Depósito" o "ADRs", de los cuales el ejemplo más significativo y exitoso ha sido el de la oferta global de acciones en Telemex. La creciente disponibilidad de fondos en acciones es quizás el adelanto más importante y de mayor alcance de todo este proceso, cuyo éxito ha beneficiado incluso a otros países latinoamericanos.

Siendo banquero y por lo tanto prudente, probablemente es importante señalar a esta altura que en la mayoría de los casos, cuando se presenta un súbito desarrollo en un mercado totalmente nuevo, probablemente es de sabios detenerse en algún momento, sentarse y re-evaluar lo que ha sucedido, porque si uno no lo hace, el mercado probablemente sí lo hará. Y eso es precisamente lo que sucede en este momento. Es claro que el mercado creció rápidamente y se saturó de transacciones de un optimismo descontrolado promovidas por banqueros con muy poca experiencia (o demasiada ambición), haciendo necesario tomar medidas correctivas que son no sólo costosas sino vergonzosas y nocivas para el buen nombre tanto de emisores como de garantes. Un cambio de marea? Yo no lo creo. Lo que hoy presenciamos en los mercados es un fenómeno natural cuya consecuencia será el restablecimiento de niveles realistas de acceso en términos que, esperamos, sean más inteligentes.

Entonces, puede repetirse el éxito mexicano? La respuesta, claro que sí, pero sobra decir que México tiene algunas ventajas que le son únicas como, por ejemplo, su proximidad al mercado de capitales más grande del mundo. México también tiene un alto grado de sofisticación en su conocimiento de mercados y de instrumentos

financieros, el cual le da una gran ventaja en materia de negociación y cierre de transacciones financieras. Ser sofisticado no necesariamente quiere decir ser hábil pero ser hábil no necesariamente implica que se es sofisticado. Si hay una crítica grande que se le puede hacer a Colombia es que la actividad reguladora con respecto al sistema financiero es deficiente y hasta inoperante. Con toda franqueza, este es el sitio más complicado para tratar de hacer negocios: un pantano legalista excesivamente formal habitado por burócratas quienes, salvo un puñado de personajes de amplia trayectorias, tienen algo de habilidad técnica y muy poca experiencia y quienes se dedican mucho más a teorizar que a hacer su trabajo. La política abunda y, por lo menos para este gringo, es indescifrable. Y sin embargo, gracias a una gestión digna de encomio, las políticas a nivel macro se cuentan entre las mejores del continente, pero yo me atrevería a sugerirles que a menos que se organice el sistema financiero, el futuro traerá no sólo un continuo desconocimiento de lo que Colombia ofrece, sino reducciones en sus flujos de capital y un aislamiento permanente.

Y aquí un comentario personal. Los mercados pueden ser o libres o regulados; pero no pueden ser libres y regulados al mismo tiempo. Esto no quiere decir que no deba ejercerse algún nivel de vigilancia oficial pero simplemente no se puede tener un poco de legisladores paracaidistas entrando y saliendo de las operaciones de mercado, especialmente cuando quienes cuelgan del paracaídas tienen por lo general poca idea de dónde está el piso.

Si parezco frustrado, es porque lo estoy. Entre nosotros los banqueros hay un viejo dicho según el cual el mejor momento para pedir dinero prestado es cuando no se necesita. Para Colombia, este es ese momento y yo, personalmente, espero que muy pronto veamos un prestamista colombiano entrar al mercado internacional de capitales esperando la oportunidad de contar esta historia tan traqueada y aumentar la conciencia del público inversionista en cuanto a la verdadera naturaleza de su país. Es éste motivo suficiente para aumentar los niveles de la deuda pública? Yo creo que sí lo es. Y estoy seguro de que desde un punto de vista estrictamente financiero, existen los objetivos que justifican un ejercicio de préstamo. Podría sugerir, para empezar, unos proyectos no hídricos de electrificación? Pero lo que importa es que Colombia

no debe dejar pasar estos períodos que podrían ser favorables para la captación de nuevos mercados sin aprovechar totalmente los beneficios que ofrece una participación en operaciones bien concebidas que mejoren la situación financiera y la imagen de la nación. México, una vez más, ha indicado cuál es el camino; no hay motivo para que su éxito no pueda ser imitado y, por qué no, aún superado en Colombia.

Sin embargo, no quiero dejar ninguna falsa idea en el sentido de que éste sea un proceso de un solo paso. Porque no lo es. A los mercados hay que alimentarlos y apoyarlos, a veces a un costo bastante alto, especialmente en épocas difíciles. Por ello es de suma importancia escoger bien las entidades con las cuales se ha de trabajar, asegurándose de que su compromiso tiene bases sólidas y de que van a estar siempre presentes con experiencia y con capital cuando se las necesite, y podemos estar seguros de que algún día las vamos a necesitar. Además, los emisores deben estar preparados para apoyar el mercado secundario hasta donde les sea posible. Durante el reciente período de dificultades, ese parece ser precisamente el papel desempeñado por la Nacional Financiera, NAFIN, con respecto a las emisiones mexicanas y fue un papel muy adecuado, puesto que éstos continúan siendo mercados frágiles que requieren un mayor nivel de apoyo.

Si no me equivoco, para cuando nos reunamos de nuevo el año entrante ya habrán pasado muchas de las cosas que comentamos hoy. Y francamente, yo espero haber tenido algo ver en su ocurrencia. Pero para todos nosotros quienes somos banqueros al servicio de Colombia, es importante que contribuyamos a que esas cosas sucedan de manera ordenada, inteligente y mutuamente rentable. Les deseo todo lo mejor.

*ECONOMIA MUNDIAL, MERCADOS EMERGENTES Y OPORTUNIDADES PARA COLOMBIA**

*Astrid Martínez Ortíz***

INTRODUCCION

Durante los ochentas la economía mundial sufrió importantes cambios. En medio de la desaceleración del crecimiento y de dificultades del sistema internacional de pagos, que resultaron de la crisis de la deuda y de repercusiones de medidas de política de los países desarrollados, creció la importancia de las empresas y los bancos transnacionales; surgieron nuevos y se consolidaron otros centros de transnacionalización; creció la presencia de entidades financieras no bancarias y aumentó la frecuencia de actividades distintas a las de la pura intermediación en los bancos.

A final de los ochentas, ningún estudio sobre estas innovaciones le auguraba algún espacio a los países que sufrieron la crisis de la

* Ponencia elaborada con la colaboración de Hernán Avendaño Cruz, María Fernanda Morales y Jeannette Gómez de la ASOBANCARIA

** Vicepresidente Técnica ASOBANCARIA y Profesora Asociada de la Universidad Nacional de Colombia.

deuda en el nuevo escenario internacional. Sin embargo, ya desde 1989 comenzaron a observarse casos de países en desarrollo con afluencia de capitales extranjeros y acumulación de reservas internacionales. En sólo tres años, el tono y el contenido de los estudios han cambiado radicalmente. El decenio pasado no fue tan perdida: fue el decenio del ajuste necesario. La acumulación de reservas no es un problema sino una bendición y nuestros países se preparan con optimismo para asistir al baile al cual no les habían invitado inicialmente. Ante todo esto, cabe preguntarse: ¿Esa afluencia de capitales representa un reingreso al mercado internacional como tal, esto es, a la financiación de largo plazo? ¿significa la apertura de opciones de financiación para países como Colombia? ¿se mantendrán estas fuentes en el largo plazo? Para dar una primera respuesta a esos interrogantes se requiere hacer una referencia a las características de los cambios recientes de la economía mundial, al desempeño de los mercados emergentes de capital y al lugar que tiene Colombia en estos hechos.

1. LA GLOBALIZACION DE LA ECONOMIA MUNDIAL

1.1 La transnacionalización de la producción

Entre 1983 y 1989 los flujos de inversión externa directa crecieron tres veces más (28.9% anual promedio) que las exportaciones mundiales (9.4%) y casi cuadruplicaron el crecimiento del producto mundial (7.8%).

Esta transnacionalización de la economía mundial avanzó durante los ochentas a pesar de que la desaceleración del crecimiento, la inestabilidad de los parámetros claves (tasas de interés y tipos de cambio) y el creciente clamor proteccionista podrían haber actuado en contra de esa tendencia. Esa transnacionalización, apoyada por la expansión de las empresas transnacionales, se dio fundamentalmente entre países desarrollados, a través de acuerdos que podían o no incluir inversión directa.

Durante los ochentas, la posición de Estados Unidos en el flujo internacional de inversión directa cambió y pasó de ser el mayor inversionista a ser el mayor receptor de capital. La inversión directa del Reino Unido superó a la de los EEUU y Japón consolidó su tercer puesto como mayor inversionista, en 1980-85. En la

segunda mitad de los ochentas, la inversión japonesa en el exterior creció a tasas anuales del 62% alcanzando US$ 48 mil millones en 1990. Mientras tanto, los recursos para los países en desarrollo, PED, cayeron en forma acentuada, excepto en algunos casos hacia el sudeste asiático (Ver Cuadro 1).

Algunos hechos coyunturales explican los cambios en las corrientes de capital entre países desarrollados, PD, como por ejemplo el estímulo a la inversión directa, IED, japonesa en los EEUU que resultó de las restricciones que Japón impuso voluntariamente a las exportaciones hacia ese país.

Sin embargo, los elementos más significativos de esa evolución son de carácter estructural. La creciente competitividad tecnológica de Japón, por ejemplo, es un elemento que asegura su permanencia en los mercados europeos y estadounidense. Esto, aunado a la baja propensión doméstica al consumo, ha permitido el ascenso japonés como mayor exportador de capital. El patrón seguido para esta expansión es similar al recorrido previamente por el Reino Unido y por Estados Unidos: la consolidación como mayor inversionista e intermediario financiero estuvo precedida de la expansión de sus empresas comerciales.

Las empresas europeas también observaron una rápida expansión en ese decenio. Las razones fueron primordialmente macroeconómicas. Las medidas anti-inflacionarias, la acumulación de excedentes de ahorro y el bajo crecimiento doméstico propiciaron la internacionalización de las empresas.

Las empresas transnacionales de los EEUU en la primera mitad del decenio se volcaron hacia el mercado doméstico alentadas por el positivo desempeño del mayor mercado del mundo y por la competencia de la creciente inversión extranjera.

La participación de la IED hacia países en desarrollo no asiáticos en el total de la IED mundial decreció durante el decenio debido al atractivo de la inversión en el mundo desarrollado y a las dificultades que enfrentaron las economías altamente endeudadas.

Las formas de la inversión también cambiaron durante los ochentas en detrimento de la participación directa en la propiedad de las empresas, y en favor de otras modalidades como **joint ventures**, contratos de licenciamiento y subcontratación, que per-

CUADRO 1

COMPORTAMIENTO GLOBAL DE LA INVERSION EXTRANJERA DIRECTA

Miles de millones de US$, promedios anuales y porcentajes

	1975-79		1980-84		1985-89		1990		1991	
	Mil millones	%	Mil millones	%	Mil millones	%	Mil millones	%	Mil millones	%
TOTAL SALIDAD IED	35.3	100.0	42.4	100.0	134.9	100.0	222.4	100.0	177.3	100.0
Países Desarrollados	34.7	98.3	41.0	96.7	128.4	95.2	209.5	94.2	165.5	93.3
de los cuales: Estados Unidos	15.9	45.0	9.6	22.6	22.8	16.9	33.4	15.0	29.5	16.6
Japón	2.1	5.9	4.3	10.1	23.8	17.6	48.0	21.6	30.7	17.3
Comunidad Europea	14.2	40.2	20.9	49.3	59.4	44.0	97.5	43.8	80.5	45.4
Países en Desarrollo	0.6	1.7	1.4	3.3	6.5	4.8	12.9	5.8	11.8	6.7
de los cuales: Asia	0.3	0.8	0.8	1.9	5.6	4.2	11.2	5.0	10.3	5.8
América Latina	0.1	0.3	0.2	0.5	0.4	0.3	1.1	0.5	1.0	0.6
TOTAL ENTRADAS IED	26.9	100.0	52.6	100.0	117.6	100.0	179.6	100.0	157.9	100.0
Países Desarrollados	19.9	74.0	36.2	68.8	98.1	83.4	148.7	82.8	115.2	73.0
de los cuales: Estados Unidos	6.1	22.7	18.6	35.4	48.2	41.0	37.2	20.7	22.2	14.1
Japón	0.1	0.4	0.3	0.6	0.1	0.1	1.8	1.0	1.4	0.9
Comunidad Europea	11.4	42.4	14.2	27.0	38.4	32.7	85.9	47.8	67.7	42.9
Países en Desarrollo	7.0	26.0	16.4	31.2	19.5	16.6	30.9	17.2	42.7	27.0
de los cuales: Asia	1.9	7.1	4.7	8.9	10.8	9.2	19.9	11.1	25.7	16.3
Europa Oriental	0.0	0.0	0.1	0.2	0.1	0.1	0.5	0.3	2.3	1.5
América Latina	3.6	13.4	5.4	10.3	5.7	4.8	7.8	4.3	12.0	7.6

Fuente: FMI Estadísticas sobre Balanzas de Pagos y World Economic Outlook, Banco Interamericano de Desarrollo, Estimaciones BIS

miten mantener el control de las empresas sin asumir los riesgos en forma total.

El nuevo ambiente competitivo dio lugar a decisiones financieras de las transnacionales que modificarían la distribución y acumulación de excedentes financieros en esas empresas. Las empresas transnacionales, ET, cambiaron sus estrategias de competencia en una coyuntura de desaceleración del crecimiento mundial y de surgimiento de nuevos competidores. La expansión individual de las ET se problematizó; se observaron excedentes de capacidad y mayor movimiento de absorción y adquisición de empresas ya establecidas. Las nuevas tecnologías contribuyeron al esfuerzo de reducir costos pero su aplicación productiva exigió altos gastos para cuya recuperación las ET buscaron los mayores mercados.

Sectorialmente, hubo un desplazamiento de la inversión extranjera directa en manufactura en favor del sector de servicios. Los datos disponibles de los stocks de IED por sectores sólo permiten ver la evolución de seis economías desarrolladas: Canadá, Estados Unidos, RFA, Holanda, Japón y Reino Unido. Todas ellas, excepto Canadá han desplazado el grueso de sus inversiones en el extranjero hacia el sector servicios, comparando dos puntos en el tiempo: 1975 y 1985. Ese desplazamiento ha sido más acentuado en los PED que en los países desarrollados, anfitriones de esas inversiones.

En 1975, las inversiones de las ET de los EEUU en países en desarrollo, PED, se dirigieron en un 44.9% hacia la manufactura, en un 24.5% a servicios y en un 20% a extractivas. En 1985, la participación de los servicios creció a 34.5% y la de extractivas a 27.6% mientras la de manufactura cayó a 31.7%. A pesar de esta última reducción, hubo cambios en el patrón estadounidense de inversión en el sector manufacturero de los países en desarrollo. Los flujos hacia las industrias **maquiladoras** de México y hacia las de ensamble en el sudeste asiático aumentaron y las naciones en desarrollo del Asia fueron el centro de los procesos de relocalización de las actividades más intensivas en trabajo realizados por las ET de los EEUU. Sin embargo, esa expansión de la producción en el extranjero -cuyo objetivo final es ser reexportada a los Estados Unidos- se desaceleró debido a las medidas protec-

cionistas adoptadas por ese país, acompañadas de facilidades para los que desearan volver a producir en su territorio.

En 1985, Alemania Federal destinó el 14.5% de sus inversiones en el extranjero a los PED. Entre éstos, América Latina captó el cincuenta por ciento de los fondos, concentrados en manufactura, en particular en automóviles y químicos. La inversión en manufactura para el conjunto de los PED fue dominante (57.7% en 1985 contra 64.1% en 1976) pero con tendencia a la baja en favor del sector servicios, que aumentó su participación de 23.4% a 33.4%, entre 1976 y 1985.

El total de las inversiones japonesas en 1975 estaban proporcionalmente distribuidas entre extractivas (28.1%), manufactura (32.4%) y servicios (36.2%). En 1985, ese patrón se rompió y el sector servicios captó más de la mitad de la IED japonesa, a costa de las inversiones en el sector extractivo. Estos cambios se explican inicialmente por la forma como Japón tomó ventaja de los procesos de liberalización de los mercados financieros del mundo desarrollado. Sin embargo, la participación del sector servicios en la IED japonesa dirigida a PD sólo aumentó seis puntos porcentuales entre 1975 y 1985 (de 56% a 62% del total invertido en PD). El aumento más acentuado se dio en los PED, cuyo sector servicios pasó de captar el 19.1% de la IED japonesa en PED en 1975 a 41.5% en 1985. El surgimiento de centros financieros **offshore** y **flags of convenience** en Africa y América Latina, explica la importancia de estas regiones como receptoras de inversión japonesa en servicios. Los países del sudeste asiático reciben inversión predominantemente en su sector manufacturero debido a las decisiones de relocalización tomadas por las empresas exportadoras japonesas en respuesta a la elevación de sus costos domésticos y a la revalorización del yen (UNCTC, 1988).

El crecimiento de las pequeñas y medianas ET, inclusive las de los PED, ha sido más rápido que el de las grandes empresas transnacionales y refleja los cambios recientes de la economía mundial, el éxito de los países llamados de industrialización reciente y el desarrollo de nuevos productos y procesos de producción. En este momento se constata con mayor fuerza la hipótesis de que la transnacionalización es motivada en parte por la propiedad de

ventajas competitivas específicas y que éste es uno de los mayores vehículos de difusión del cambio económico a través del mundo desarrollado.

Han surgido entonces otras formas de relación entre las ET y las firmas de los países anfitriones, diferentes a las tradicionales alternativas a la participación directa (como licenciamiento y contratos de manejo). La participación de la producción de extranjeros en el producto mundial es creciente. Ha cambiado el centro de localización de la transnacionalización con el surgimiento de otros centros como Japón, Europa, Australia, Canadá y Corea. Se ha acentuado la competencia entre transnacionales y entre países lo cual ha llevado a crecientes costos en investigación y desarrollo y a nuevas estrategias financieras para sostener esos gastos y para contar con recursos defensivos contra los agresivos movimientos de los competidores hacia el control de las empresas.

1.2 El entorno económico mundial en los ochentas

Las ET están particularmente condicionadas por el ambiente económico internacional. En los ochentas, ese marco de condicionamientos estuvo caracterizado por la desaceleración del crecimiento económico que comenzó en 1973, la disparidad del desempeño de los países subdesarrollados, la progresiva inestabilidad y el cambio significativo en el origen y destino de los flujos financieros internacionales.

A nivel de la política económica, se destacaron dos hechos opuestos: el proteccionismo y las fricciones comerciales entre países desarrollados, por una parte, y la liberación de los mercados financieros, por otra.

En el campo de la producción, se acentuó el movimiento ya observado en los setentas de la aplicación de las tecnologías informáticas, basadas en la microelectrónica, al proceso de producción de bienes y servicios.

La desaceleración del crecimiento afectó a todos los grupos de países en los ochentas; el hecho nuevo fue la pérdida de dinamismo de las economías en desarrollo, cuyas tasas de crecimiento históricamente habían superado a las de países desarrollados y que durante los setentas lograron mantenerse al margen de la

depresión mundial. El producto **per capita** de los PED cayó uno por ciento anual durante la pasada década. Pero este deterioro no afectó por igual a todos los países en desarrollo: China tuvo un incremento significativo y en Asia (sin el Medio Oriente) la caída de las tasas de crecimiento no fue relevante. En todos los demás PED, el producto creció inclusive menos que la población.

Esta desaceleración se explica por factores de diferente orden. Los PED estuvieron afectados por el pobre crecimiento de los PD, la inestabilidad de las cotizaciones de productos primarios, algunas de ellas hacia la baja sostenida, y las altas tasas de interés que drenaron importantes cantidades de recursos debido al incremento del servicio de la deuda externa. La inadecuación de algunas políticas domésticas jugó un papel aunque menor en la explicación del bajo crecimiento.

La inestabilidad de las tasas de interés, que siguió a la quiebra de los acuerdos de Bretton Woods en 1971, aumentó durante los ochentas. Además, el dólar que se revaluó cincuenta por ciento durante la primera mitad del decenio, en 1987 ya había perdido toda esta valorización. El hecho destacable es que a pesar de esas fluctuaciones externas, los mercados financieros de los países desarrollados se integraron . Esta forma de interacción internacional sobrepasó en importancia la integración vía comercio o inversión extranjera.

A la inestabilidad internacional se sumó el neoproteccionismo de los países industrializados que echó atrás los acuerdos de liberación del comercio y levantó nuevas barreras no tarifarias que desaceleraron los intercambios. Desde 1970, la desaceleración del comercio mundial fue más marcada que la del producto global, tal vez debido a la inestabilidad macrointernacional y al proteccionismo.

Otra característica del ambiente internacional de los ochentas fue que los excedentes financieros internacionales se relocalizaron. Estados Unidos perdió su posición de preeminencia y Japón y la República Federal Alemana ocuparon su lugar. De otro lado, por primera vez desde la Primera Guerra, en 1985, Estados Unidos se convirtió en el primer deudor internacional, en el mayor receptor mundial de crédito. Los grandes excedentes localizados en Japón y

la República Federal Alemana, RFA, contribuyeron a una más sólida expansión de las ET de esos países en el mundo y a la consolidación de los bancos y las otras instituciones financieras japonesas en los mercados internacionales de capital.

En el campo tecnológico, los descubrimientos de los setentas comenzaron a ser aplicados y difundidos rápidamente durante el decenio siguiente. La introducción de la informática en la producción y los avances de la biotecnología y los nuevos materiales permiten esperar un nuevo período de reactivación mundial. Sin embargo, las innovaciones han tenido que ser orientadas más a la racionalización de la producción y a mejoras en la eficiencia que a ampliaciones de la inversión, debido al contexto de bajo crecimiento de la demanda en que han surgido y sido aplicadas.

El bajo crecimiento del decenio pasado estimuló la competencia y la búsqueda de técnicas que redujeran costos y aumentaran la eficiencia. Dado el volumen de recursos necesarios para realizar investigación básica y para aplicar sus descubrimientos, fueron las ET los principales agentes de los desarrollos. Cuando las innovaciones fueron obtenidas por pequeñas o medianas empresas, en general, fueron compradas o absorbidas por las grandes ET y éste fue un rasgo característico de los ochentas junto con el del incremento de los acuerdos de colaboración tecnológica entre las grandes compañías internacionales.

La evolución del contexto internacional durante esos años acentuó la competencia entre países desarrollados, exigiendo un mayor volumen de recursos para defender o ganar posiciones de mercado, incrementó la intermediación financiera internacional y la importancia de las instituciones correspondientes, y dio lugar a la creación de nuevos instrumentos financieros y a una mayor participación de las transnacionales en operaciones de especulación cambiaria.

1.3 La globalización financiera

1.3.1 características generales

La inversión directa externa, IED, en banca y finanzas ha crecido más rápido que la IED en otros sectores, y los bancos internacionales y la compañías financieras no bancarias han emer-

gido como empresas transnacionales particularmente importantes. La ruptura de las barreras nacionales en los mercados financieros, derivadas de la introducción de tecnologías informáticas, la desregulación de los mercados nacionales y las innovaciones en la oferta de instrumentos financieros ha creado un mercado internacional con un alto grado de integración.

Al mismo tiempo, ha caído la importancia de los préstamos internacionales de consorcio y la mayoría de los empréstitos ha tomado la forma de títulos. El papel de los bancos ha cambiado y crecido junto con el de los intermediarios no bancarios.

Los bancos transnacionales, BTN, del Japón han crecido rápido, reflejando su preeminencia nacional y su creciente importancia como acreedor internacional. Ha aumentado la preocupación de los gobiernos sobre la forma como este nuevo entorno financiero internacional ha minado su capacidad de coordinar entre ellos sus políticas macroeconómicas.

Tres hechos explican la evolución de los BTN desde los años sesentas: Los choques petroleros, la crisis de la deuda y la extensión de los mercados de valores. Antes de los setentas, las operaciones de los BTN tomaban la forma de sucursales establecidas, subsidiarias u otras oficinas dedicadas a sostener las actividades de las ET no financieras. Sus operaciones consistían en crédito al comercio exterior o en moneda local a las filiales de las ET. Algunos pocos bancos también participaban en la intermediación directa en los mercados financieros locales. La presencia extranjera era crucial para esas actividades; y el número de establecimientos extranjeros o el tamaño de sus activos era una aproximación de la escala de la banca transnacional.

En los setentas, se comenzó a perder esta relación entre presencia y actividad de los BTN. Los BTN reciclaron los fondos de los países exportadores de petróleo hacia los países deficitarios, principalmente hacia países en desarrollo. Los préstamos perdieron importancia frente a la magnitud de esos fondos. Disminuyó la necesidad de oficinas extranjeras gracias a los avances de las telecomunicaciones y de la informática. Sin embargo, hubo un incentivo a su establecimiento en centros bancarios **offshores**

menos regulados, cuyas actividades no tenían bases locales (UNCTC, 1988).

Con la crisis de la deuda, los préstamos directos a PED se recortaron. Surgieron nuevos patrones de internacionalización de flujos. Las corrientes de capital crecieron al tiempo que decayó su vínculo con la presencia de los BTN. Primero, la participación de los préstamos hacia otros países industrializados creció rápido; segundo, el crédito fluyó a través de canales no bancarios, titularizados.

1.3.2 El papel de los bancos transnacionales

El mercado internacional de valores ha tenido un gran desarrollo gracias a las aplicaciones tecnológicas. Los préstamos de consorcio ("sindicados") de los bancos perdieron participación en la primera mitad de los ochentas. A principios del decenio, esos préstamos representaban del 60 al 70% de las transacciones financieras internacionales y en 1985 retenían sólo un 16%. La explicación general tiene que ver con el desplazamiento del patrón de préstamos netos internacionales privados entre los setentas y los ochentas. Al contrario de lo que ocurrió en los setentas, tanto los préstamos brutos como los netos fueron dominados por las operaciones entre países desarrollados. También hay razones específicas para que los préstamos a través de los bancos hayan perdido participación relativa.

Los BTN estuvieron en desventaja para competir como prestamistas con el mercado internacional de valores. Con grandes deudas de dudosos recaudo en sus portafolios, los bancos tuvieron dificultad para obtener fondos baratos y los controles más rigurosos de la supervisión bancaria elevaron los costos. En consecuencia, el costo relativo de los préstamos de consorcio fue más elevado. Pero los bancos también han tenido interés en estimular la conversión de la deuda en títulos negociables. Los supervisores exigían que los bancos elevaran sus relaciones capital/activos. Los bancos buscaron reducir el crecimiento de sus activos por encima de la línea del balance y elevar los que estaban por debajo de esa línea.

La participación en el mercado de valores cumplió muy bien ese propósito, generando ingresos sin aumentar los activos y dando

lugar únicamente a obligaciones de contingencia. Los nuevos instrumentos permitieron además mejorar los balances. Los bancos les usaron para ampliar los plazos de sus obligaciones y habiendo buscado aumentar su liquidez diseñaron activos que podían ser negociados más rápidamente por el mercado. Adicionalmente, los instrumentos de cobertura tales como los trueques de intereses y monedas (interest y currency swaps) fueron usados por los bancos para dispersar el riesgo. Tales cambios han venido diluyendo la tradicional diferencia entre, de un lado, las actividades de aceptar depósitos y crear préstamos y, de otro, las de generación de comisiones y de otorgamiento de avales a las firmas del mercado de valores y de los bancos de inversión.

Inicialmente, los países en desarrollo no tuvieron una gran participación en las oportunidades abiertas por las innovaciones financieras. Las primeras operaciones realizadas por esos países en el mercado internacional de valores fueron unas reducidas emisiones de pagarés de corto plazo en el mercado de eurodivisas, unas operaciones de conversión de deuda en títulos negociables con derechos sobre activos nacionales y las ventas de los préstamos de los bancos acreedores más pequeños. Paulatinamente estas operaciones fueron creciendo e incorporando nuevas emisiones de bonos vinculadas a la política de privatización de grandes empresas estatales, en particular de los grandes países latinoamericanos fuertemente endeudados.

En este decenio se observa una tendencia generalizada a la progresiva liberación de la inversión extranjera en servicios financieros y a facilitar la globalización financiera. El que este panorama regulatorio se mantenga y fortalezca dependerá de la secuencia con que se haya instrumentado la apertura de las dos cuentas de la balanza de pagos y del manejo macroeconómico que los países den a los impactos de la apertura de la cuenta de capitales en la economía.

Los centros financieros **offshore**, que habían tenido una gran desarrollo desde los sesentas, vieron disminuida su actividad en los ochentas, a medida que en los países industrializados se hacía más flexible la reglamentación sobre las operaciones internacionales de sus bancos y a medida que decrecía la actividad de intermediación de las entidades en el mismo período.

Otro fenómeno característico del patrón de crecimiento de los bancos transnacionales durante los ochentas fue el surgimiento y fortalecimiento de los bancos de los países en desarrollo en el ámbito internacional. Esta evolución fue paralela a la expansión comercial de los países de origen y a las corrientes de inversión extranjera directa de los países en desarrollo hacia el mundo industrializado. En 1986, cuarenta y un bancos de los trescientos más grandes del mundo eran de países en desarrollo. En orden de número de bancos, las naciones más importantes fueron: la República de Corea, la República Islámica de Irán, Taiwan, Brasil, Israel, México, Yugoslavia, Arabia Saudita y Argelia (UNCTC,1988).

1.3.3 El desempeño de empresas financieras no bancarias

Los mercados de valores tuvieron un rol central en la globalización financiera de los ochentas. Aunque los bancos internacionales participaron activamente en las nuevas modalidades de financiación, fueron las entidades financieras no bancarias las que ofrecieron en mayor proporción esos servicios. El haber estado menos reguladas que los bancos ha favorecido su crecimiento y las autoridades ya comienzan a manifestar su interés en reglamentarlas en forma más estricta.

Las empresas de valores y de servicios financieros son las más importantes entre las entidades no bancarias que se fortalecieron durante el decenio pasado. Sus operaciones son el corretaje de acciones, la administración de portafolios de inversión y la banca de inversión. Su actividad en algunos aspectos es similar a la de la banca pero se diferencia de ella en que entraña más riesgo. En 1985, las cinco empresas más grandes de este tipo , por volumen de capital fueron tres estadounidenses: American Express, Salomon Inc.. y Merrill Lynch, y dos japonesas: Orient Leasing y Nomura Securities. Gran parte de la financiación de estas empresas se hizo en eurobonos los cuales se caracterizan por ser emisiones en monedas diferentes a las del país emisor.

La importancia de estas firmas surgió en parte de las diferencias regulatorias entre países y de las restricciones a la colocación de valores extranjeros en los mercados domésticos. En Estados Unidos y Japón, los bancos no podían respaldar emisiones de bonos ni

colocarlas. Como resultado de ésto los mercados de valores del Reino Unido, Estados Unidos y Japón mostraron altos grados de participación extranjera.

1.4 La necesidad de nuevas reglamentaciones. El Acuerdo de Basilea

La globalización financiera de los últimos decenios fue acompañada del surgimiento de innovaciones financieras (en las prácticas y en los instrumentos), de especulación y de desregulación financiera en los diez mayores países industrializados.

Dicha globalización significa que los bancos cada vez tienen más comprometidos sus activos y pasivos en operaciones internacionales, que los ahorradores netos de un país están cada vez más relacionados con los deudores netos de otro país y que los problemas de liquidez o solvencia de los bancos extranjeros pueden tener cada vez un mayor impacto en los mercados domésticos.

Los desarrollos del mercado internacional de capitales preocupan a las autoridades nacionales. Las operaciones internacionales de los bancos abren un campo de acción por fuera del alcance regulatorio nacional. Sin embargo, los bancos continúan siendo los principales canales de provisión de medios de pago a las economías. Cualquier falla en su funcionamiento sería desastrosa para el conjunto del sistema económico.

La quiebra de algunos bancos fue la voz de alerta que hizo pensar a los bancos centrales en el peligro de una generalización de los efectos de una crisis nacional en el escenario mundial. A instancias del Banco de Pagos Internacionales, a mediados de los setentas, 10 países iniciaron una cooperación que culminó con la firma del Acuerdo de Basilea el 15 de julio de 1988. El título bajo el cual fue publicado el acuerdo sintetiza su alcance: **Convergencia internacional de la medición y las normas de capital.** Sus preceptos deben ser observados plenamente por los países signatarios, y por cada uno de los bancos domiciliados en su territorio, al finalizar el año fiscal de 1992.

El Acuerdo de Basilea resultó de un primer pacto bilateral entre Estados Unidos y el Reino Unido que acordó inicialmente niveles de capital suficiente y ponderación del riesgo según tipo de activos

y de operaciones fuera de la hoja de balance, pacto al cual se sumó Japón en 1987. Esta adhesión aceleró la discusión que sobre esos criterios se estaba dando en Basilea y Bruselas hasta concluir en el acuerdo multilateral.

A pesar de lo que resta por hacer, la labor del Comité y la firma del Acuerdo significan un avance con respecto a las restricciones debidas al secreto profesional y a las grandes disparidades entre las normas que regían los sistemas bancarios nacionales al promediar los setentas.

La insistencia en el criterio de capital suficiente garantiza la seguridad y solidez del sistema bancario en el mundo desarrollado. Esto no hubiera sido aceptado en el contexto de la crisis de la deuda por el conjunto de los bancos más expuestos en países en desarrollo de no haber sido por las medidas simultáneas que fueron adoptadas para hacerle frente a esa crisis. En 1985, la mayoría de estos acreedores ya estaban en condiciones de hacer provisiones sobre préstamos incobrables, gracias a la modificación de normas contables y tributarias (Bird, 1989).

Sin embargo, la aplicación del Acuerdo está sujeta a un margen de interpretación de las autoridades nacionales. Dependiendo de cuál sea esa interpretación, los bancos aún pueden quedar expuestos a desventajas competitivas. Hay tres partes en el Acuerdo: la definición del capital, la aplicación de las ponderaciones de riesgo a los diferentes activos y el tratamiento de las actividades por fuera del balance. Sobre las dos primeras se presenta una amplia discrecionalidad por parte de las autoridades y hay mucho por hacer para que converjan los criterios. De otro lado, la solvencia no lleva de por sí a una mayor rentabilidad de la operación y las autoridades deberán comenzar a pensar en medidas de liquidez bancaria (Kapstein, 1991).

Hay dificultades, que pueden ser de carácter coyuntural, para que las entidades bancarias puedan captar más capital y vender activos en la medida que lo sugieren las normas de capital suficiente, en el caso de muchos bancos comerciales. El mercado de valores tiene que absorber al mismo tiempo los activos titularizados y las posibles nuevas emisiones de acciones que hagan los bancos. Son opciones competitivas y no complementarias. La cotización de

acciones bancarias no está en su mejor nivel después de la crisis del Golfo y de las caídas bursátiles de las mayores bolsas de valores del mundo en los últimos dos años, en medio de la desaceleración del crecimiento de los Estados Unidos[1].

No obstante las dificultades, el Acuerdo es una respuesta a las alteraciones del sistema internacional de pagos en los ochentas. Desde el punto de vista de su aplicabilidad, el mercado ya se está encargando de inducir su adaptación. Los bancos voluntariamente están acercando sus niveles de capital a lo consignado allí, a pesar de no estar obligados antes del fin de 1992 , y las agencias evaluadoras y los analistas ya juzgan la solvencia de las entidades de acuerdo con esas normas, inclusive la de los bancos que no están establecidos en países del G-10.

Se podría argüir que la mayor apertura de las economías debe conducir a mejores asignaciones de recursos pero ello no ha sido así en la práctica. La forma como los agentes privados forman sus expectativas no coincide con la evolución objetiva de las variables económicas y, además, los gobiernos muchas veces, ellos mismos, adoptando políticas equivocadas evitan que haya una convergencia hacia el equilibrio teórico. Por ello, la internacionalización y desregulación no justifican una reducción del quehacer de las autoridades aunque modifiquen el alcance y los instrumentos utilizados para alcanzar las metas de la estabilidad económica.

Lo que se puede aprender de la crítica coyuntura de los ochentas es que la supervisión bancaria multilateral surge del núcleo mismo de la desregulación de los sistemas financieros nacionales. Lo que las autoridades están aprendiendo ahora es a encontrar el lugar justo entre la supervisión estatal y la libre acción en el mercado. Los servicios financieros no pueden dejarse a la libre determinación de precios y riesgos en el mercado, sin un adecuado marco normativo que garantice la solidez y solvencia de las entidades que manejan recursos del público y que son el vehículo fundamental de los pagos en la economía. Tampoco pueden dejarse sólo en las manos de los gobiernos nacionales porque el mundo financiero está

1. Si no son dificultades de carácter coyuntural, las exigencias de un capital más alto pueden propiciar movimientos hacia la fusión o la alianza estratégica de bancos, como propone el presidente de Citicorp, John Reed, y a cambios en la legislación cuando ella impida tales movimientos. (Kapstein, 1991, p. 31)

hoy globalizado y los eventos de unos mercados tienen profundas repercusiones en otros. En medio de dificultades y a veces con retrocesos, el proceso de consolidación de unas normas supranacionales que regulen la actividad financiera mundial debe avanzar en los próximos años.

2. EL MERCADO INTERNACIONAL DE CAPITALES Y LOS MERCADOS EMERGENTES

2.1 Desarrollos recientes

La desregulación cambiaria y financiera, las concesiones tributarias, los avances tecnológicos y el fortalecimiento de los inversionistas institucionales explican la evolución reciente del mercado mundial de capitales.

Hubo un crecimiento sostenido de las transacciones entre 1983 y 1989 y una ligera desaceleración en 1990 debida a la contracción de las emisiones de bonos japonesas.

La estructura de los instrumentos financieros favorece crecientemente los títulos valores (bonos y acciones) (de 42% en 1982 a 65% en 1989) en detrimento de los préstamos bancarios de consorcio (de 54.8% en 1982 a 16. 3% en 1986, pero con recuperación en 1989: 30.8%). A final del decenio hubo una recuperación de los préstamos debida a la financiación de reestructuraciones y adquisiciones corporativas en los países industrializados (Ver Cuadro 2). La participación de América Latina en ese crédito se ha limitado a reestrucuturaciones de la deuda existente.

Las emisiones nuevas de bonos y acciones tuvieron un retroceso en 1987-88, a raíz del **crack** de octubre. Las privatizaciones en países como el Reino Unido explican el crecimiento de euroacciones hasta 1987 (85% de las emisiones de acciones en el mercado internacional ese año).

Las entidades financieras no bancarias han sido las responsables de la financiación de los desbalances en los ochentas. Esto ha sido facilitado por varios hechos: los hogares hicieron traslados de sus ahorros de los bancos hacia los inversionistas institucionales, a medida que crecieron los esquemas de pensiones y seguros; el crecimiento de la provisión de servicios de salud por el sector privado también favoreció el crecimiento financiero de las

CUADRO 2

EMPRESTITOS NUEVOS CONTRAIDOS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE CAPITALES

Miles de Millones de dólares

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	enero-agosto	
									1989	1990
Bonos	75.5	77.1	111.5	167.8	227.1	180.8	227.7	255.7	179.0	148.1
Acciones	n.d.	n.d.	0.3	2.7	11.7	18.2	7.7	8.1	3.4	6.9
Préstamos sindicados a/	98.2	67.2	57.0	43.0	52.4	91.7	125.5	121.1	78.3	62.1
Líneas de crédito comprometidas b/	5.4	9.5	28.8	42.9	29.3	31.2	16.6	8.4	5.6	7.9
Sub-total	179.1	153.8	197.6	256.4	320.5	321.9	376.9	393.3	266.3	255.0
Líneas de crédito no comprometidas c/	n.d.	n.d.	n.d.	23.2	67.6	71.0	76.6	73.2	42.8	47.1
Total	n.d.	n.d.	n.d.	279.6	388.1	392.9	453.5	466.5	309.1	272.1

a/ Excluye renegociaciónes

b/ Incluye Europagarés

c/ Efectos comerciales en eurodivisas y otras operaciones sin garantía de emisión

Fuente: Organización para la cooperación y el Desarrollo Económico (CODE), Financial Market Trends

aseguradoras; por último, la diversificación de los activos extranjeros suscitó el marginamiento relativo de la banca de estas inversiones.

Los inversionistas institucionales de países avanzados han tendido a invertir en el extranjero en mayor medida que los bancos, sobretodo en Japón y el Reino Unido, durante la primera mitad de los ochentas. Esta tendencia se han acentuado **pari passu** la reducción o eliminación de las restricciones sobre la proporción que pueden mantener las instituciones financieras en activos extranjeros, especialmente entre los japoneses y los europeos comunitarios.

La mayor volatilidad de los tipos de cambio, de las tasas de interés y de los precios de los activos financieros han dado lugar al surgimiento o difusión de instrumentos de cobertura de riesgo (futuros, opciones, **swaps** o trueques) que han venido sofisticando el mercado internacional de capitales. Estos productos financieros "derivados" prácticamente no existían en el decenio de los setentas.

2.2 América Latina en el mercado internacional de capitales

La globalización de los mercados financieros, entendida como la creciente integración entre países, segmentos de mercado, instituciones e instrumentos financieros, característica de los ochentas, ocurrió fundamentalmente entre los países desarrollados. La participación de los países en desarrollo en el mercado internacional de bonos, MIB, descendió de 5.4% en 1982 a 1.4% en 1989. En años recientes, se ha observado una progresiva recuperación en las condiciones de acceso de los países latinoamericanos a la financiación privada voluntaria del MIB. En esta sección se revisa brevemente cómo ha sido ese acceso, cuál ha sido su evolución y cuáles son sus posibles perspectivas.

Antes de 1982, América Latina había participado en el MIB con transacciones que sumaron US$ 2 mil millones anuales, entre 1977 y 1982, la mitad de las emisiones de los países en desarrollo (El-Erian, 1992). A raíz de la crisis de la deuda, ese mercado estuvo cerrado para la región excepto contadas y aisladas excepciones como fueron las dos emisiones realizadas por Colombia, el único deudor importante sin reestruturación formal de obligaciones con

la banca comercial, en 1986 y en 1987, emisiones que fueron hechas en Japón y en el mercado de eurobonos, y por cuantías de 39 y 50 millones de dólares, respectivamente (CEPAL, abril de 1991). El financiamiento de mediano y largo plazo para América Latina, incluyendo créditos bancarios y emisiones de bonos, entre 1983 y 1988, totalizó 7 mil millones de dólares, un tercio de lo obtenido en los nueve primeros meses de 1982.

A mediados de 1989, comenzó el fin del aislamiento financiero de América Latina. Las colocaciones de valores de empresas latinoamericanas en los mercados de los países industriales, en particular, las de las empresas públicas privatizadas, la incipiente concesión de créditos bancarios voluntarios y de empréstitos interbancarios de corto plazo, han suplido el descenso de los créditos bancarios de consorcio, que caracterizaron el financiamiento de los setentas y comienzos de los ochentas.

Cuando el Banco Nacional de Comercio Exterior de México captó US$100 millones, mediante una colocación privada en el mercado de eurobonos, en junio de 1989, se registró la primera evidencia de la reapertura del mercado internacional de bonos a países latinoamericanos, después de 1982. Antes de finalizar el año, CEMEX, una empresa privada fabricante de cemento, logró captar US$ 150 millones, a través de una filial en Estados Unidos. En los años siguientes, México ha estado en primer lugar en la realización de operaciones similares, siendo empresa de petróleos, PEMEX, la que ha realizado el mayor número de colocaciones. Los emisores fueron en un principio empresas privadas y públicas. El gobierno mexicano sólo vino a realizar una operación como prestatario soberano en febrero de 1991. Las ofertas mexicanas han sido en general bonos con tasas de interés fija, aunque también se han hecho emisiones de bonos convertibles en acciones.

Venezuela realizó una primera incursión en el MIB en 1988 por US$256 millones pero que fue adquirida por inversionistas venezolanos. De igual forma, hubo emisiones para conversión de deuda externa en bonos, que no constituyeron financiación voluntaria. Las 15 emisiones realizadas en 1990 por US$211 millones[2]

2. Al valor par o nominal de los bonos, excluyendo reestructuraciones de deuda y convirtiendo emisiones en otras monedas a la divisa estadounidense.

correspondieron por primera vez en los últimos años a financiación fresca.

En la renegociación de la deuda chilena firmada en septiembre de 1990 se incluyó la emisión de bonos del tesoro chileno por US$320 millones, a ser colocados entre 1991 y 1992. Lo interesante de esta emisión es que no obliga a todos los bancos acreedores a suscribir los bonos.

El valor de las emisiones mexicanas y venezolanas ha sido destacado en el contexto de la región . Sin embargo, su cuantía no refleja la contribución exacta a la balanza de pagos debido a los costos de las emisiones por concepto de comisiones y descuentos y a que, en ocaciones, las operaciones se han hecho a través de filiales en el exterior que bien pueden haber retenido esos recursos fuera del país[3].

Los compradores de los valores mexicanos han sido en gran medida, empresas estadounidenses de seguros, fondos mutuos y algunos fondos tradicionales de bonos, así como inversionistas mexicanos y latinoamericanos que reingresan capital fugado durante la crisis de la deuda.

Las causas de esa demanda son de origen interno y externo. En el caso de México, la economía mostró perspectivas de una sólida recuperación, una vez se logró el acuerdo definitivo con los acreedores internacionales en febrero de 1990, se anunció la reprivatización de la banca nacionalizada y apareció como muy probable un acuerdo de libre comercio con sus vecinos del norte.

El interés por los valores venezolanos se puede explicar más por una relativa mejoría de su balanza de pagos, desde agosto de 1990, gracias a la elevación del precio de petróleo, que por un proceso de ajuste estructural avanzado y exitoso. El acuerdo que firmó este país con los acreedores internacionales en diciembre de 1990 mejora la credibilidad de los inversionistas extranjeros en estos mercados de capitales.

3. De un total de casi US$1.200 millones emitidos por México en 1990, la CEPAL (abril de 1991, p. 15) calcula que ingresaron al país, una vez deducidos estos efectos, US$750 millones.

Los emisores han debido demostrar solvencia y solidez sobretodo en el caso de empresas privadas; en ocaciones, los ingresos futuros por exportaciones han sido una garantía bienvenida.

El costo del reingreso de América Latina al mercado mundial de capitales fue inicialmente muy alto pero después cayó debido a la confianza de los inversionistas y al descenso de las tasas de interés en Estados Unidos y Japón. La primera emisión, mencionada arriba, voluntaria, no garantizada de bonos efectuada por una empresa mexicana (Bancomext, en junio de 1989) desde 1982, pagó un rendimiento del 17%, lo que significa una prima de riesgo equivalente a 820 centésimos de punto porcentual con respecto a los bonos del gobierno estadounidense. Un año más tarde, ese margen había descendido, para valores mexicanos, a 320 centésimos. En 1991, una nueva emisión de Bancomext tuvo un rendimiento de sólo 10%, con un margen de sólo 200 centésimos. El rendimiento de los bonos venezolanos de 1989 también disminuyó de 18.5% a 10.4%. (El-Erian, 1992). A medida que aumente el grado de liquidez de los bonos latinoamericanos deberán caer aún más los rendimientos.

Los factores externos que explican el acceso reciente de algunos países de América Latina a estas fuentes de financiamiento están vinculados con la globalización de los mercados de capitales. La desregulación, los desarrollos tecnológicos y un ambiente de mayor incertidumbre monetaria internacional han dado lugar a nuevos instrumentos, mayor diversificación de portafolio y más integración de los mercados.

Un ejemplo de la desregulación financiera en países industriales es la Regla 144A que a partir de abril de 1990 facilita la colocación de emisiones realizadas por empresas extranjeras en el mercado de los Estados Unidos[4]. Entre los nuevos instrumentos se destaca el

4. Antes de esta fecha, el costo promedio de acceder al mercado de bonos, incluyendo cumplimiento de requisitos y publicidad, era de US$500 mil a US$700 mil para los países en desarrollo que realizaban emisiones por primera vez. Si las entidades optaban por vender los bonos a unos pocos inversionistas, en vez de ofrecerlos al público y así aludir estos costos, entonces incurrían en otros costos asociados con la obligación de los compradores de no negociarlos antes de dos años después de haber sido emitidos. La regla 144A elimina esta restricción siempre y cuando los compradores sean inversionistas institucionales calificados. Hay 5.000 entes en los Estados Unidos que califican como tales. (El-Erian, 1992).

recurso a los American Depositary Receipts, ADRs o certificados de depositario de los Estados Unidos como canal para la colocación de valores latinoamericanos. Según este programa, un banco estadounidense emite certificados representativos de acciones de empresas extranjeras y realiza con ellos transacciones en Estados Unidos[5]. Este es un instrumento reservado a emisores grandes y solventes.

El lugar que han venido ganando los inversionistas institucionales (aseguradoras, fondos de pensiones y fondos mutuos) en el mercado de capitales mundial explica el surgimiento de oportunidades para nuevos emisores (como los latinoamericanos) en la medida que estos inversionistas tienen una mayor propensión a la diversificación geográfica de sus portafolios y cuentan con mayores habilidades para evaluar los riesgos de sus opciones.

2.3 La inversión extranjera en cartera. Mercados emergentes

Otra fuente de financiamiento aparte de la emisión de valores internacionales y de la inversión directa extranjera la constituye la inversión en cartera. Esta fuente ha estado limitada en parte por las restricciones a la inversión extranjera y en gran parte por el poco dinamismo de los mercados domésticos de valores de los países en desarrollo.

Sin embargo, desde mediados de los ochentas se viene registrando un crecimiento notable de algunos mercados de valores de países en desarrollo y una considerable flexibilización de las normas, en el marco de reformas estructurales hacia economías desreguladas y abiertas. Durante los ochentas, la capitalización de los veintes mayores entre esos mercados se multiplicó por siete y el número de empresas registradas se duplicó (IFC, 1990, p.2). El valor de las

5. Para efectuar una emisión de ADRs se requiere aprobación de la Securities and Exchange Comission y de la bolsa donde se piensa hacer las transacciones. La empresa telefónica de Chile, CTC hizo la primera operación de este tipo en el primer semestre de 1990 en la Bolsa de Nueva York. Antes de hacerlo, las autoridades chilenas promulgaron reglamentos especiales (capítulo XXVI compendio de normas de cambios internacionales), estableciendo requisitos para autorizar esas emisiones: 1) que el Banco depositario en EEUU tuviera un patrimonio no inferior a 1 mil millones de dólares, 2) que los ADRs representasen acciones correspondientes a un aumento de capital de la empresa chilena y 3) que el valor previo de mercado de las acciones de la emisora chilena no fuese inferior a 100 millones de dólares y que se registrasen en circulación por lo menos 2.5 millones de acciones poseídas por un mínimo de 5 mil accionistas.

transacciones creció mucho más: comparado con principios de 1991, ese indicador avanzó 39 veces; con respecto al PIB, la capitalización pasó del 6% en 1980 a 32% a final del decenio.

En el cuadro 3 se puede ver la evolución de los mercados latinoamericanos comparados con los de otros mercados emergentes[6] y con los de los países desarrollados. En 1991, el 39.45% de las empresas registradas en bolsas de valores en el mundo se cotizaron en PED, de las cuales el 5.8% en América Latina[7]. El nivel de la capitalización mundial en 1991, se explicó en un 1.8% por los mercados latinoamericanos y en un 5.6% por el conjunto de los mercados emergentes. Del total de las transacciones bursátiles globales en ese mismo año, un 89.4% se efectuó en mercados desarrollados y sólo un 0.1% en América Latina. A pesar del crecimiento reciente, estos mercados latinoamericanos ocupan un lugar muy pequeño en el mundo.

Para apreciar el dinamismo de los mercados emergentes y en particular el de los latinoamericanos es preciso analizar la velocidad a la cual han venido ganando espacio en el escenario internacional. Entre 1984 y 1991, la capitalización de las plazas latinoamericanas aumentó un 442%, siendo muy notables los crecimientos de México (4363%), Argentina (1441.7%) y Chile (1233.3%), seguidos de Venezuela (918.2%) y Jamaica (900%). Brasil que explica un 20.7% del total capitalizado por la región creció un modesto 47% en el período. En Colombia, el valor total de las acciones creció un 400% pero representa apenas un 2% del total latinoamericano. Del resto de países latinoamericanos sólo Perú muestra algún crecimiento destacable (175%), con una participación inferior al medio punto porcentual (IFC, 1992).

6. Según la definición del Banco Mundial que considera emergentes los mercados bursátiles de todos los países en desarrollo. En esta clasificación entran las naciones con ingreso per capita anual inferior a US$7.620 de 1990. En la literatura, en ocasiones se habla de mercados emergentes para referirse a los que se encuentran en reciente y marcado proceso de crecimiento, aumentando en tamaño o grado de sofisticación, lo cual correspondería a un universo más restringido de análisis.

7. Si se incluye a la India, que tiene un número anormalmente alto de empresas comparado con el valor de las transacciones y el nivel de capitalización, el porcentaje de América Latina se eleva a 7.4%.

CUADRO 3

TAMAÑO DE LOS MERCADOS EMEGENTES DE VALORES

Miles de millones de dólares

	Número de empresas cotizadas			Capitalización			Transacciones realizadas		
	Dic. 1984	Dic. 1989	Dic. 1991	Dic. 1984	Dic. 1989	Dic. 1991	Dic. 1984	Dic. 1989	Dic. 1991
América Latina	1,692	1,747	1,751	37.9	85.5	205.6	12.6	26.2	55.5
Argentina	236	178	174	1.2	4.2	18.5	0.3	1.9	4.8
Brasil (Sao Paulo)	522	592	570	29.0	44.4	42.6	10.0	16.8	13.4
Chile*	208	213	221	2.1	9.6	28.0	0.1	0.9	1.9
Colombia*	180	82	83	0.8	1.1	4.0	0.0	0.1	0.2
Costa Rica	41	78	82	0.2	0.2 a/	0.3	0.0	0.0	0.0
Jamaica	36	45	44	0.1	0.0	1.0	0.0	0.1	0.1
México*	160	203	209	2.2	22.6	98.2	2.2	6.2	31.7
Perú	157	265	273	0.4	0.8 b/	1.1	0.0	0.1	0.1
Trinidad y Tobago	36	31	29	0.8	0.4	0.7	0.1	0.1	0.1
Venezuela	116	60	66	1.1 c/	1.2	11.2	0.0	0.1	3.2
Otros mercados emergentes	6,449	8,835	10,076	55.9	525.7	437.2	19.3	1133.6	535.5
Taiwán, China*	123	163	221	9.9	237	124.9	8.2	965.8	365.2
Corea*	336	502	686	6.2	140.9	96.4	3.9	121.3	85.5
India (Bombay)*	3,882	6,000	6,500	8	27.3	47.7	3.9	17.4	24.3
Malasia*	217	238	321	19.4	39.8	58.6	2.2	6.9	10.7
Otros	1,891	1,932	2,348	12.3	80.5	109.7	1.1	22.3	49.8
Mercados desarrollados	17,472	18,690	18,150	3328	11095.4	10760	1240.1	6288.2	5005.8
Japón	1,444	2,019	2,107	644.4	4392.6	3130.9	286.2	2800.7	995.9
Estados Unidos	7,977	6,727	6,742	1862.9	3505.7	4180.2	786.2	2015.5	2254.9
Reino Unido	2,171	2,015	1,915	242.7	826.6	867.6	48.9	320.3	317.9
Alemania	449	628	664	78.4	365.2	393.4	29.8	628.6	818.6
Francia	504	668	839	41.1	364.8	374.1	7.7	107.3	118.2
Otros	4,927	6,633	6,420	458.4	1640.5	1813.8	81.4	415.8	500.3

a/ 1986

b/ 1987

c/ 1985

* Mercados emergentes incluidos en el índice compuesto de la CFI

Fuente: Corporación Financiera Internacional, Emerging Stock Markets Factbook 1992 Washington D.C., Mayo de 1992

La participación de América Latina en el conjunto de mercados emergentes puede mejorar debido a la relativa desaceleración de la expansión de los países asiáticos y a los avances en la cantidad y calidad de la información disponible. La consolidación de estos mercados como opción para los inversionistas en el mediano plazo depende crucialmente de las perspectivas macroeconómicas de los países, en muchos casos aún ensombrecidas por la carga de la deuda externa, las presiones inflacionarias y dudas sobre si podrán sostener el equilibrio fiscal en el largo plazo. Esto es aún más importante en la medida que la recesión en los países industriales podría ceder y dar lugar a una recuperación de las tasas de interés externas.

Hay tres formas de canalizar recursos del exterior hacia el mercado de valores domésticos: las colocaciones directas, las inversiones realizadas a través de fondos especializados y la compra de acciones del mercado emisor cotizadas en bolsas de valores de países industrializados.

En Latinoamérica se han conformado varios Fondos- país, administrados por especialistas. Estos fondos son cerrados o abiertos dependiendo de la facilidad de retiro de los inversionistas y son de colocación pública o privada dependiendo si sus derechos de participación se cotizan en un gran mercado externo de valores o de si los recursos son directamente aportados por inversionistas institucionales[8].

Una vez remontada la crisis de la deuda, surgieron cuatro Fondos - Brasil en 1988- 1989. En 1989- 1990, la expansión de los fondos en Latinoamérica fue notable, en especial en Chile (con diez fondos) donde ésta ha sido la principal modalidad de financiación extranjera.

En México se crearon tres fondos en ese bienio. Hay también fondos regionales para América Latina y fondos globales para mercados emergentes que invierten en títulos latinoamericanos[9].

8. El primer fondo de inversión extranjera latinoamericano fue lanzado en Nueva York en 1981, para atraer recursos hacia México por US$150 millones. Sobrevino la crisis de la deuda y sólo volvió a haber fondos como ése seis años después

9. No se incluyen aquí los fondos para conversión de deuda externa de países como Chile, Argentina y Venezuela puesto que no aportan recursos frescos de financiación.

La desregulación explica en parte la afluencia de capital extranjero de cartera a México. En un país en que aún existen sectores reservados a los mexicanos, se idearon una forma para permitir la inversión de extranjeros en acciones de las denominadas series A, exclusivas para nacionales. El Reglamento de la Ley para promover la inversión extranjera[10] autoriza fideicomisos para la adquisición de las acciones representadas en Certificados de Participación Ordinaria, los cuales no dan derecho a voto ni computan para el cálculo de la participación extranjera en el capital social de los emisores. Entre octubre de 1989 y septiembre de 1990 entraron US$ 583 millones, a través del fideicomiso de NAFINSA, un banco estatal.

En acciones de libre inversión, serie B, la inversión extranjera en México se calcula entre 2 y 3 mil millones de dólares que representan entre un 5 y un 8% de la capitalización del mercado.

Chile ha recurrido a la tercera modalidad de inversión de cartera mencionada arriba logrando que los inversionistas extranjeros compren acciones de empresas chilenas cotizadas en las bolsas de valores de países industrializados, utilizando para ello los ADRs. Las colocaciones realizadas por la Compañía de Teléfonos de Chile en la Bolsa de Valores de Nueva York, entre 1990 y 1991, le permitieron obtener US$ 106. 8 millones y fue el producto de emisiones primarias, a diferencia de operaciones con ADRs realizadas por empresas mexicanas en esos años (CEPAL, abril de 1992, p.31).

2.4 Las bolsas latinoamericanas en 1992

El comportamiento de las bolsas latinoamericanas en lo que va de 1992 llama a la reflexión. Por razones de orden político y económico, la confianza de los inversionistas extranjeros en los valores emitidos por la región se vio perturbada en junio (Ver Cuadro 4).

La incertidumbre creada en ese mes sobre la viabilidad del Tratado de Libre Comercio en Norteamérica (efecto "Perot") influyó entre otras razones en la mayor caída en cinco años del índice de la Bolsa Mexicana de Valores, BMV. En un sólo mes, la Bolsa cayó

10. Diario Oficial de la Federación, México D.F., 16 de mayo de 1989.

CUADRO 4
VARIACION EN LOS INDICES DE LOS MERCADOS DE VALORES LOCALES
Variación medida en términos de dólares

	Cambio % en dos semanas	Cambio año a año
JUNIO 19/92		
Argentina MERVAL	-4.68	2.87
Brasil BOVESPA	-30.02	8.42
México BVM	-13.84	12.46
Venezuela	-5.26	-25.23
JULIO 27/92		
Argentina MERVAL	-14.03	-29.36
Brasil BOVESPA	-5.51	15.77
México BVM	-5.38	5.79
Venezuela	3.27	-22.67
AGOSTO 24/92		
Argentina MERVAL	-16.66	-42.56
Brasil BOVESPA	-12.90	-1.16
México BVM	-7.98	-0.87
Venezuela	-0.97	-22.59
SEPTIEMBRE 21/92		
Argentina MERVAL	-6.38	-39.57
Brasil BOVESPA	4.20	6.70
México BVM	-2.31	-9.04
Venezuela	0.26	-15.79

Fuente: Salomón Brothers Inc. Emerging Markets Roundup, varios números

15%, después de haber crecido durante los primeros cuatro meses del año un 40%. Parte de esa caída ha sido atribuida a excesivas ganancias previas que hacían anticipar un ajuste. A final del primer semestre, las pérdidas de Wall Street y Tokio repercutieron en una nueva caída del BMV. La reducción del precio de las acciones de Telmex, que explican el 30% del índice bursátil, debida a rumores acerca de que había habido una sobreestimación de las utilidades y crecimiento de la empresa, afectó en un 3.6 el barómetro de las acciones mexicanas.

La caída que siguió en el mercado de valores argentino fue atribuida por algunos a un efecto de contagio, producto de la asimilación que hicieron los extranjeros de todos los títulos

latinoamericanos. El índice MERVAL cayó 26% en un mes y medio, hasta final de julio de este año y entre junio y septiembre, la reducción fue del 50%. El sobreendeudamiento de los pequeños inversionistas y el exceso de oferta creado por el conjunto de privatizaciones emprendidas por el gobierno explicaron esta marcada reducción. El gobierno debió intervenir creando un fondo de estabilización bursátil, muy mal recibido por los partidarios de la desregulación.

En Chile, el índice de las 50 acciones más intercambiadas, el IPSA cayó 9% durante el mes de julio, después de haber acumulado un 39% en lo corrido del año. Parece estarse dando una sustitución de inversiones en acciones por inversiones en papeles públicos.

A comienzos de junio también cayeron los títulos de la deuda venezolana en el mercado secundario a raíz de unos disturbios estudiantiles. Desde la crisis política ocasionada por el intento de golpe en febrero han salido US$ 74 millones del mercado bursátil, siendo el saldo actual de la inversión extranjera en bolsa US$ 56 millones.

El escándalo de la corrupción y el juicio al Presidente fueron los hechos que afectaron el mercado de valores de Brasil este año. Esto ocurrió después de que las bolsas de valores brasileñas experimentaron un crecimiento del 100% en dólares, entre diciembre de 1991 y abril de este año. En junio, hechos nuevos afectaron los índices bursátiles : el retraso en la aprobación legislativa de la emisión de los ADRs para Telebrás[11] y la decisión de posponer el cobro del IVA redujeron la confianza en el proyecto de privatización y en el programa de ajuste fiscal del gobierno. Entre mayo y junio, el mercado de valores perdió un 45% y el anuncio de un Plan Brady para Brasil no produjo la recuperación esperada en julio. La crisis política actuó como factor de disuasión mucho más poderoso. El mercado aún está a la espera del programa de Itamar Franco.

Estas experiencias muestran que los mercados de valores latinoamericanos están sujetos a altibajos y que no es de esperar un crecimiento sostenido a las tasas observadas en los últimos dos años: aun deberán pasar por momentos de sobresalto y ajuste, respondiendo a diferentes razones: 1) perturbaciones de origen

11. Cuyas acciones explican más del 40% del índice BOVESPA

externo, dada la mayor integración con los mercados mundiales; 2) crisis de confianza de los inversionistas que están dispuestos a cambiar sus decisiones ante la menor señal de alarma, con el agravante de que las dificultades coyunturales de un país latinoamericano pueden llevar a una generalización del pánico entre los inversionistas en valores de cualquier otra nación de la región: la información no es perfecta; y 3) estabilización de los precios de las acciones después de una fase de crecimiento vertical y de beneficios espectaculares para los inversionistas.

2.5 Perspectivas de la afluencia de capitales en América Latina

La cuenta de capital de algunos países latinoamericanos ha registrado en los últimos tres años un importante incremento, asociado con las inversiones de cartera y directa fundamentalmente[12].

En sólo tres años, el saldo de la cuenta de capitales de la región se triplicó, pasando de US$ 12.500 millones en 1989 a US$ 20 mil millones en 1990 y a US$ 40.500 millones en 1991. El balance de la cuenta de capital de México explicó el valor de 1990 en más de un 40% y el de 1991 en más de un 50%.

Las causas de la reciente afluencia de capitales a América Latina han sido tanto de origen externo como interno. La caída de las tasas internacionales de interés ha producido en parte un reflujo del capital que había salido durante los ochentas. Cálculos aproximados estiman que los recursos de latinoamericanos depositados en el exterior suman entre 200 y 300 mil millones de dólares (Kuczynski, abril de 1992). La desregulación de la economía, la apertura comercial y de capitales y los programas de privatización emprendidos por las naciones latinoamericanas desde finales de los ochentas son las razones de origen interno que explican los mayores flujos de capitales desde 1989.

12. Los préstamos bancarios internacionales para financiar proyectos de inversión no han crecido y tienen pocas probabilidades de hacerlo en el inmediato futuro debido al estado de sobreendeudamiento que aun pesa sobre la mayoría de los países latinoamericanos. La región podrá seguir contando con empréstitos para el comercio exterior, de corto plazo, y con el componente de financiamiento externo que están apartando los proyectos de inversión extranjera, mientras el diferencial de los costos del endeudamiento externo y doméstico continúen induciendo a las empresas extranjeras a tomar esa decisión.

En varios países latinoamericanos[13] la repentina entrada de capital se ha traducido en una importante acumulación de reservas internacionales que desestabiliza las economías. Las autoridades monetarias, que no tienen la política fiscal bajo su control, han seguido en todos los casos una secuencia parecida; restringen la expansión de los medios de pago, lo cual lleva a una elevación de las tasas de interés y, en consecuencia, dado el fortalecimiento de las monedas locales, se generan altos rendimientos en dólares, lo cual, a su vez, atrae más capitales extranjeros.

La estabilidad de la afluencia de capitales en el futuro depende de factores externos e internos. Puede haber reversión de los flujos de capital, como ocurrió a finales de los setentas hasta mediados de los ochentas, si aumentan las tasas de interés internacionales, si las restrictivas políticas fiscales entorpecen la reconversión productiva - haciendo insostenible la tasa de cambio-, y si los nuevos recursos externos no se utilizan en proyectos de inversión y en mejorar las condiciones de vida de la población.

Una situación de inestabilidad política y social, en un escenario de recuperación de la economía mundial, podrá producir una súbita retirada de fondos de América Latina. El efecto sobre el nivel de las reservas internacionales dependerá de si la balanza comercial contrarresta el descenso de capitales, gracias a una reanimación de la demanda externa resultante del mejor desempeño de los países industriales y de una elevación de los hoy deprimidos términos de intercambio.

3. UNA NOTA SOBRE COLOMBIA

3.1 El proceso de ajuste macro-económico

En Colombia, las políticas de estabilización han sido aplicadas desde mediados de los años ochentas, para reducir los déficits fiscal y corriente, y en el período reciente, para reducir la inflación; ambas situaciones han sido acompañadas de programas de ajuste y en el último caso de reformas estructurales.

El proceso de endeudamiento externo colombiano fue un tanto diferente al de las economías latinoamericanas, de forma que en el

13. En particular, en Argentina, Chile, México, Colombia y Perú.

momento del desencadenamiento de la crisis que llevó al cierre de las fuentes de financiamiento externo para la región, el déficit fiscal era de proporciones manejables y lo comprometido con la banca internacional a tasas flotantes era relativamente pequeño, por lo que el servicio de la deuda externa creció moderadamente.

Sin embargo, el marcado descenso de los precios externos del café durante la primera mitad del decenio de los ochentas y la fuga de capitales se empezaron a reflejar en una rápida reducción de las reservas internacionales cuyo nivel se había logrado sostener hasta 1982 mediante un acelerado endeudamiento externo para financiar las obras de infraestructura del plan de desarrollo, 1978- 1982 (PIN).

En 1984, ante la inminencia de una crisis cambiaria, se optó por un ajuste que, sumado al efecto de una minibonanza del café, llevó a la superación del déficit del sector externo; en este programa fue importante el ajuste del tipo de cambio real para eliminar el retraso originado en la bonanza cafetera de mediados de los setentas.

En el gobierno de Belisario Betancur (1982- 1986) se inició el programa de estabilización y ajuste, bajo la monitoria del FMI, con el fin de reducir la magnitud del déficit fiscal, eliminar el déficit de la cuenta corriente, recuperar el atraso cambiario heredado de la bonanza cafetera del decenio anterior y eliminar las barreras proteccionistas al comercio exterior.

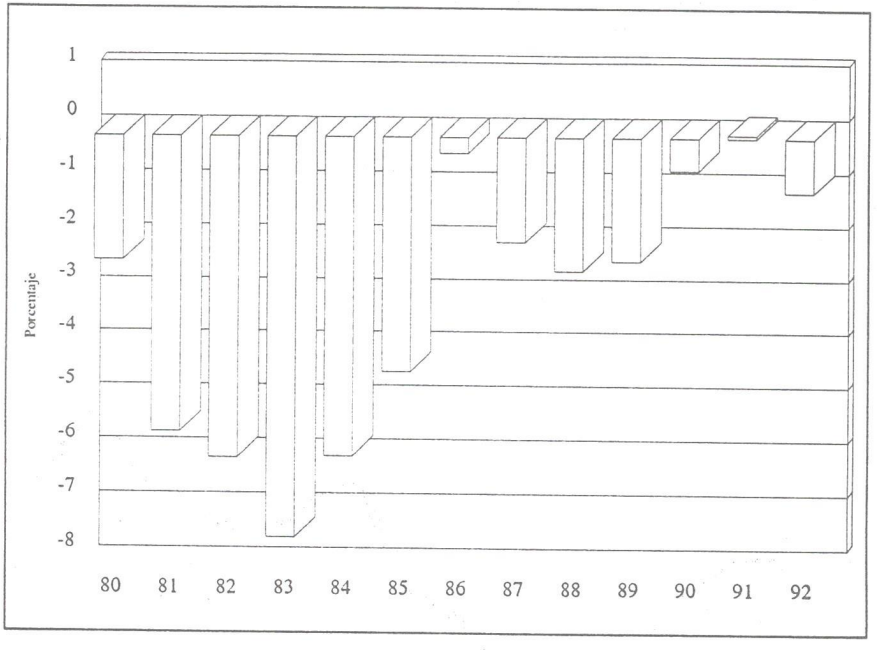
Se llevó a cabo una reforma tributaria y se frenó el crecimiento de la inversión y especialmente de la inversión pública. Desde finales de los setentas había crecido la participación de la inversión pública en el PIB; pero, a partir de 1983, esta participación se estabilizó alrededor del 9 por ciento. El crecimiento de la inversión privada venía observando desde comienzos de los setentas una continua reducción, que se prolongó hasta mediados del decenio de los ochentas. La inversión total (pública, privada y variación de inventarios) redujo su participación en el PIB del 20.5 por ciento en 1981 al 18 por ciento en 1985.

El resultado en términos del déficit fiscal en los últimos años es satisfactorio y su nivel está dentro de rangos aceptables. El déficit proyectado para este año es del uno por ciento del PIB (Ver Gráfico 1). La eficiencia en el recaudo ha mejorado y la estructura de los

GRAFICO 1

DEFICIT FISCAL SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO

Como porcentaje del PIB

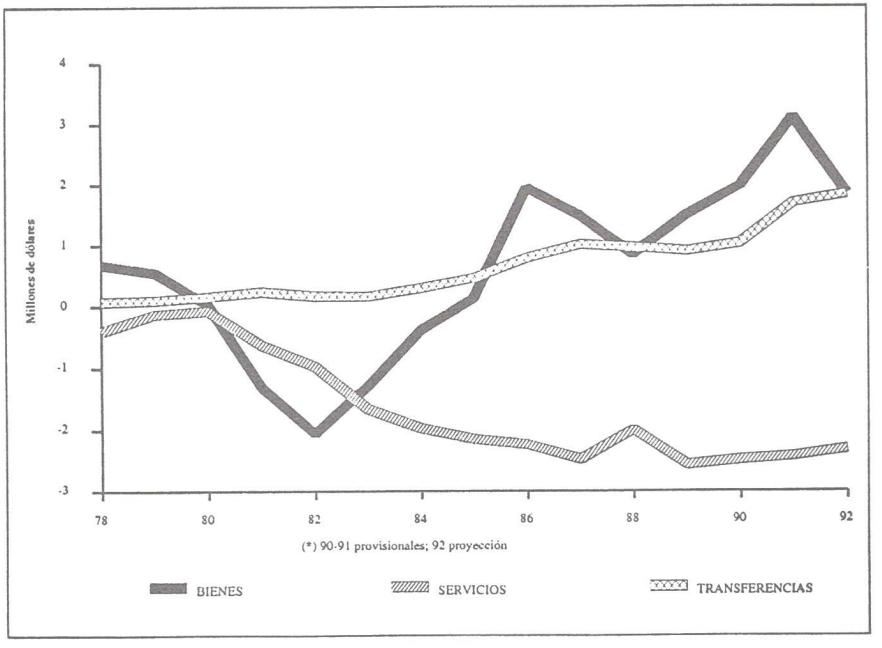


ingresos se ha adecuado a los diversos cambios institucionales del país. El mantenimiento de este resultado depende de la disciplina del gobierno que puede enfrentar presiones a aumentar el gasto debido a la difícil situación política y social.

En el frente cambiario no es tan claro que se haya logrado cerrar la brecha de una manera permanente. El déficit de comienzos de los ochentas se superó en parte por la recuperación del nivel real de la tasa de cambio y en parte por la bonanza del café de 1986, la reinserción de Colombia en el mercado mundial como exportador de petróleo y el desarrollo de las exportaciones de carbón; sin embargo, esa estructura de exportación sigue siendo vulnerable como lo muestra la reaparición del déficit en los años 1988 y 1989.

Adicionalmente, el servicio de la deuda externa sigue ganando importancia en la generación del déficit con el creciente saldo negativo de la balanza de servicios de la balanza de pagos, como se puede observar en el Gráfico 2 de componentes de la cuenta corriente. Los abultados superávits corrientes de 1990 y 1991 fueron el resultado del neto de transferencias y de la balanza comercial. El superávit proyectado para 1992 se explica por la evolución del saldo de las transferencias.

GRAFICO 2
COMPONENTES DE LA CUENTA CORRIENTE *
Saldos netos según balanza de pagos



Fuentes: 1978-1989 Banco de la República; 1990-1991 y proyección 1992 Departamento Nacional de Planeación

El superávit corriente puede disminuir con el crecimiento del déficit comercial y con las medidas que se han tomado para desestimular los ingresos externos no asociados a la actividad expor-

tadora y a la inversión extranjera. Ya se ha empezado a observar una reacción importante de las importaciones a todos los cambios de la política comercial del año anterior y algunas exportaciones muestran deterioro por diversas circunstancias que van desde las dificultades que enfrentan sectores tradicionalmente exportadores ante el desmonte de la protección en Colombia hasta la reducción de la demanda mundial y el recrudecimiento del proteccionismo en los países desarrollados.

3.2 Mercado de valores

Durante las últimas décadas se deterioró la financiación empresarial mediante la emisión de acciones, lo cual se refleja no sólo en la pérdida de importancia relativa en las transacciones de bolsa sino también en la financiación de la acumulación de capital. El volumen de acciones transado en bolsa pasó de representar el 49.5 por ciento de la formación bruta de capital fijo de la industria en 1959 al 2.0 por ciento en 1985. Además, las acciones perdieron participación en el total de negocios de bolsa; después de representar el 60 por ciento durante la década del 60, cayó al 0.9 por ciento en 1985 (Hommes, 1989). Cuadro 5.

A partir de ese año, la transacción de acciones ha vuelto a ganar participación, y especialmente desde el año anterior se ha registrado un notable dinamismo, al punto de lograr un peso del 4.7 por ciento del total transacciones en bolsa en 1991; más notable aún es el crecimiento del valor transado en acciones; después de crecer el 7 por ciento en 1990, en el año siguiente se registró un aumento sin precedentes del 193 por ciento.

La participación de las transacciones con acciones en el PIB, que también venía reflejando la anotada pérdida de dinamismo, registró ese auge multiplicando por tres el coeficiente de participación: de 0.22 por ciento en 1990 pasó a 0.58 por ciento del PIB en 1991.

En el presente año, la negociación de acciones mostró un comportamiento excepcional hasta agosto. A final de ese mes, las transacciones acumuladas desde enero ascendieron a $354.815 millones, con un crecimiento real del 571.4%, si se les compara con el acumulado de 1991 ($41.382 millones). Desde mediados de octubre de 1992, los índices bursátiles comenzaron a caer en un

CUADRO 5

VOLUMEN DE TRANSACCIONES EN BOLSA EN COLOMBIA 1980-1981

Millones de dólares y porcentajes

Año	Acción y derechos	Papeles Banco de la República	Papeles sector oficial	Papeles sector privado	TOTAL	Coeficiente Acciones PIB %	Coeficiente TOTAL PIB %
1981	331.5	1234.9	80.8	35.7	1683.0	0.91	4.63
1982	93.1	986.2	204.8	44.2	1328.4	0.24	3.41
1983	68.9	625.7	445.6	58.0	1198.3	0.18	3.09
1984	52.9	712.3	626.2	115.3	1506.7	0.14	3.94
1985	33.6	1773.0	282.7	210.6	2299.8	0.10	6.59
1986	53.5	1091.1	188.6	508.0	1841.2	0.15	5.27
1987	84.6	1285.7	223.3	676.7	2270.3	0.23	6.24
1988	70.5	735.8	142.8	766.0	1715.2	0.18	4.37
1989	82.5	352.9	133.2	1133.2	1701.8	0.21	4.30
1990	88.3	713.1	84.1	1392.9	2278.4	0.22	5.55
1991	258.5	3013.0	792.7	1407.7	5472.0	0.58	12.35

Fuente: Boletines de las bolsas de valores y DNP. Tomado de DNP y Corredores Asociados. Foreign Portfolio Investment in Colombia; marzo, 1992.

movimiento que ha sido atribuido a diferentes causas que van desde la crisis de liquidez que sufre la economía hasta el impacto en los indicadores del deterioro del ambiente social y político en Colombia. El índice de la Bolsa de Bogotá ha pasado de 412 puntos al comenzar junio a 529 puntos al final de julio para caer nuevamente a 497 puntos a final de octubre.

El crecimiento de las transacciones en bolsa no sólo corresponde a la mayor demanda de acciones, sino que otros títulos también han registrado un comportamiento excepcional. Tal es el caso, por ejemplo de los títulos del Banco de la República que han sido colocados con fines de control monetario y de los papeles oficiales; en 1991, el volumen colocado se multiplicó por cuatro con respecto al de 1990; las transacciones con papeles oficiales se multiplicaron por 9 en el mismo período (Ver Cuadro 6).

Otro indicador del crecimiento de la actividad del mercado de valores en el país es el de la capitalización bursátil; con este indicador se mide el valor que tienen el total de acciones inscritas

CUADRO 6
TOTAL OFERTAS PUBLICAS AUTORIZADAS
1992 (Acumulado enero-agosto)

TITULOS	NUMERO SOCIEDADES	1992 MILL. $	PART. %	1991 MILL. $	PART. %
Acciones	29	68427	47.2	28776	49.7
B. O. C. A. S	2	10318	7.1	0	0
Papeles comerciales	8	21400	14.8	14500	25.1
Bonos ordinarios	12	42683	29.4	600	1.0
Bonos deuda pública	2	2200	1.5	14000	24.2
TOTAL	53	145028	100.0	57876	100.0

Fuente: Superintendencia de Valores

en bolsa cotizadas a los precios del mercado. Según la International Finance Corporation (IFC) la capitalización bursátil registró en 1991 uno de los mayores crecimientos de los últimos años al pasar de 1416 millones de dólares en 1990 a 4036 millones en 1991[14]; en el presente año se sigue registrando un importante aumento de este indicador: entre junio de 1991 y junio de 1992 pasó de 1542 millones de dólares a 5119 millones[15].

Como porcentaje del PIB, la capitalización bursátil refleja los cambios mencionados: en 1985 era el 1.2 por ciento del PIB, en 1990 fue el 3.45 por ciento y en 1991 el 9.1 por ciento, en dólares.

A raíz del notable aumento de la demanda de títulos en las bolsas, los precios han registrado una marcada tendencia alcista, como lo registran los índices de las Bolsas de Bogotá y Medellín. Según la IFC, que toma como referencia el Indice de la Bolsa de Bogotá, el crecimiento de los precios de las acciones durante 1991 (173.7 por ciento) en Colombia fue el segundo más alto del mundo; lo superó Argentina (392.1 por ciento)[16]. El índice de la Bolsa de Bogotá (IBB) creció 43.8 por ciento entre el primero de enero y finales de septiembre del presente año. El índice de la Bolsa de

14. International Finance Corporation, mayo 1992; p. 53
15. Bolsa de Bogotá Resumen Semanal; No. 671; 28 de septiembre de 1992.
16. IFC, 1992, p. 48

Medellín registró un aumento del 37.5 por ciento entre diciembre de 1991 y junio de 1992, y la variación anual fue de 289 por ciento en el mismo mes de junio.

El crecimiento de los precios debe atribuirse no sólo a la mayor demanda sino al tamaño relativamente pequeño del mercado accionario y a su elevada concentración.

El resultado del desestímulo a la financiación con emisión de acciones repercutió en la concentración de la propiedad accionaria de las empresas y en un aumento importante de su endeudamiento, lo que se haría evidente en la crisis de comienzos de los ochentas. Según Antonio Urdinola, "entre 1953, cuando se establece la doble tributación, y 1985, el nivel de endeudamiento de las sociedades organizadas en el país pasó de un 25% a un 85%; la concentración accionaria lógicamente aumentó enormemente y se fueron cerrando gradualmente las sociedades... No era conveniente ni útil financiar las sociedades a través de la capitalización..."[17].

Con respecto a la concentración, más elocuentes son los resultados de un estudio adelantado por la Superintendencia de Valores sobre la distribución de la propiedad de 307 sociedades: "a diciembre 31 de 1990, el 0.31% de los accionistas (2280 entre 745645), poseía el 92.9 por ciento del total de acciones. Las cifras indicaban que la concentración de la propiedad accionaria mantenía una tendencia creciente, pues un análisis similar realizado para 1987 reveló que el 0.2% de los accionistas era dueño del 81 por ciento de las acciones.....En la industria manufacturera, el 0.17% de los accionistas controla el 88% del total de las acciones; en el sector transporte, el 91% de las acciones es poseído por el 0.66% de los accionistas; en los establecimientos financieros, el 2.5 por ciento de los accionistas es propietario del 97.9% del total de las acciones"[18].

Además de la concentración en la propiedad, también se registra una concentración de los montos transados en un número limitado de acciones. Las 10 acciones con mayor capitalización concentran

17. Citado por McLure y Zodrow, 1989, p. 307.

18. Citado en Contraloría General de la República "Bolsas de valores, concentración de la propiedad y privatización de la banca oficializada". En Informe Financiero Mensual, Contraloría General de la República, Bogotá, noviembre de 1991, p. 48.

el 82.5 por ciento del total de la capitalización bursátil en Colombia, que es uno de los niveles más altos en el contexto de los mercados emergentes.

Es de esperar que esos indicadores de concentración vayan evolucionando a medida que el mercado de valores se desarrolle estimulado por su vinculación a los mercados internacionales, por la eliminación de los desincentivos a la emisión de acciones y por el importante crecimiento de la demanda.

Medidas recientes de la Superintendencia de Valores buscan crear las condiciones para la ampliación del mercado de valores y a ampliar los nexos con mercados extranjeros. La Resolución 794 de septiembre de 1992 tiene por objeto contribuir a ampliar el mercado de valores de Colombia; reglamentó la inscripción de valores emitidos por gobiernos extranjeros o por entidades públicas extranjeras con garantía de su gobierno en el Registro Nacional de Valores, lo cual les permite adelantar su oferta pública en Colombia.

Como efecto de esta medida, el gobierno venezolano adelanta gestiones para colocar una emisión de bonos por un monto aproximado a 120 millones de dólares y se ha manifestado el interés del gobierno mexicano por ingresar al mercado de capitales colombiano.

3.3 Inversión extranjera

La inversión extranjera se considera de gran importancia en el proceso de apertura y modernización en que se halla comprometido el país. Con el objetivo de crear las mejores condiciones para atraer al inversionista extranjero, las autoridades económicas vienen trabajando en tres frentes específicos: a) la adecuación de la legislación, orientándola básicamente a la eliminación de las trabas existentes; b) la creación de un ente especializado con el objetivo de "vender" a los inversionistas extranjeros una imagen positiva de los negocios en Colombia; y, c) la adhesión a acuerdos internacionales que garanticen una disminución de riesgos para los capitales del extranjero que vengan al país.

Al igual que en otros países latinoamericanos, se han creado fondos de inversionistas extranjeros para actuar en Colombia.

Hasta mediados de agosto de 1992, contaban con aprobación de la Superintendencia de valores 24 fondos extranjeros con autorización para invertir un máximo de 985 millones de dólares. De los 985 millones de dólares autorizados a los 24 fondos extranjeros apenas se han invertido 72 millones. Sin embargo, el reducido tamaño del mercado no ha absorbido esa inversión sin traumatismos: entre junio y julio del presente año, esos fondos hicieron inversiones del orden de los 30 millones de dólares en la capital del país y ello bastó para disparar el mercado. El Indice de la Bolsa de Bogotá registró un aumento cercano al 30 por ciento en menos de 60 días.

A comienzos del decenio de los ochentas, la mayor parte de la inversión extranjera se dirigía al sector manufacturero. Con el despegue de los grandes proyectos mineros, en el transcurso de ese decenio, la distribución se fue modificando al punto de que el sector minero alcanzó a representar el 48 por ciento del total. Para 1991 la minería y la manufactura concentran cerca del 90 por ciento de la inversión extranjera (42.8 y 44.9 por ciento, respectivamente); les siguen en importancia el sector financiero y el comercio con cerca del 5 por ciento cada uno.

Por países de origen de la inversión también se aprecia una notable concentración; en promedio, cerca del 70 por ciento de los recursos provienen de los Estados Unidos en los años recientes. Le sigue en importancia Europa con un 17 por ciento.

3.4 Endeudamiento privado en el exterior

En lo corrido del año se aprecia un crecimiento notable del endeudamiento privado en el extranjero como un efecto de la medida de comienzos del presente año que facilitó el acceso directo de las empresas al sistema financiero internacional. Hasta septiembre 25 de 1992 el monto de desembolsos ascendió a 351.2 millones de dólares, mientras que en igual fecha del año anterior apenas fue de 41.6 millones de dólares.

Simultáneamente hay un notable aumento, aunque de menor proporción, en los pagos de deuda privada externa; a septiembre 25, esos pagos ascendieron a 312 millones de dólares frente a 120.4 millones de dólares, registrados un año antes.

De esta forma el saldo de crédito del sector privado en la balanza de capitales es positivo en 38.6 millones de dólares que contrasta con el saldo negativo de igual fecha de 1991 (-78.8 por ciento). Si ello no hubiera ocurrido, el saldo negativo de la cuenta de capital del sector privado sería más abultado.

El crecimiento de la cartera de los intermediarios nacionales ha dejado de explicar el dinamismo de la demanda de crédito del sector privado. Las empresas han diversificado sus fuentes de financiación: cuentan ahora con la posibilidad de financiamiento externo (por menores costos financieros), o la de financiación mediante la emisión de bonos ordinarios (que en el presente año registran un notable crecimiento) o la del recurso a fondos propios y préstamos interempresas.

3.5 Conclusión

En conclusión, Colombia ha creado unas condiciones mínimas de estabilidad macroeconómica para atraer capitales extranjeros y ofrecer un ambiente favorable a la inversión doméstica. El sostenimiento de estas perspectivas en el mediano plazo requiere la profundización de las reformas estructurales, el crecimiento del mercado doméstico de capitales y un manejo prudente de las políticas macroeconómicas.

La existencia de opciones de financiamiento externo no debe conducir al abandono del esfuerzo de generar ahorro interno y de fortalecer la capacidad competitiva de la economía. La experiencia de América Latina en el pasado ha demostrado que los mayores episodios de afluencia de capitales extranjeros, como en los veintes y en 1978- 1982 , vinieron seguidos de traumáticas crisis y salidas de capital como durante los treintas y durante la crisis de la deuda externa[19]. Los choques externos de naturaleza financiera producen apreciaciones de los tipos de cambio y deterioro de la estrategia exportadora y de la balanza comercial. Las economías quedan más expuestas en su frente externo si no se toman las medidas para preservar los programas y objetivos de mediano plazo en el terreno comercial.

19. Como lo destaca un reciente trabajo del FMI (Calvo et. al. junio de 1992).

En una economía mundial globalizada, un país que se abre debe ganar habilidad para entender la coyuntura y las tendencias internacionales comerciales y financieras que le permitan formular políticas acordes con la evolución esperada de esa economía. En Colombia apenas comienza a haber algún interés en ganar esa habilidad y este es un campo en que habrá que avanzar rápidamente.

BIBLIOGRAFIA

Banco Central de la República Argentina, "Determinantes de los movimientos de capitales hacia América Latina", **Boletín del CEMLA**, julio- agosto de 1992.

Bank for International Settlements, **Annual Report,** Basilea, varios años.

Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, " International Banking and Financial Market Developments", Basilea, , varios números hasta agosto de 1992.

Bank for International Settlements, **Survey of Foreign Exchange Market Activity** , febrero de 1990.

Basle Committee on Banking Supervision, "Information flows between banking supervisory authorities", mimeo, 1990.

Basle Committee on Banking Supervision, "Risks in computer and telecommunication systems", mimeo, julio de 1989.

Benzie, Richard, " The Development of the International Bond Market", Bank for International Settlements, **Economic Papers**, No. 32, enero de 1992.

Bird, Graham, "Loan - Loss Provisions and Third - World Debt", Princeton University, International Finance Section, **Essays in International Finance,** No 176, noviembre de 1989.

Bryant, Ralph et. al. (eds), **Macroeconomic Policies in an Interdependent World,** International Monetary Fund, The Brookings Institution, Centre for Economic Policy Research, 1989.

Calvo, G. et. al., "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors", Preliminary, International Monetary Fund, Washington, mimeo, junio de 1992.Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices, " International Convergence on Capital Measurement and Capital Standards", Basilea, julio de 1988.

Calvo, Guillermo, "Controlling inflation: the problem of non - indexed debt", Fondo Monetario Internacional, Washington, marzo de 1988 (**Working Paper** 88-29).

CEPAL, "El regreso de países latinoamericanos al mercado internacional de capitales privados: una nota preliminar",LC/ R991, abril de 1991.

Edwards, Sebastián, "Reformas estructurales y apertura en los países en desarrollo: el problema de la secuencia y la velocidad", en ASOBANCARIA, **Apertura Económica y Sistema financiero,** Bogotá, 1990, pp 318-347.

El- Erian, Mohamed, "Financiamiento voluntario para América Latina", **Finanzas y Desarrollo**, marzo de 1992.

Goldsbrough, David, "The role of foreign direct investment in the external adjustment process", IMF **Staff Papers**, diciembre de 1979.

Goodhart, Charles, "The foreign exchange market: a random walk with a dragging anchor", **Economica**, 1988.

Hommes, Rudolf, "La banca de inversión en Colombia: hacia un mercado moderno de capitales", Corporación Financiera del Valle S.A. **Documentos empresariales.** Cali, septiembre de 1989.

IFC, International Finance Corporation, **Emerging stock markets. Factbook,** números de 1991 y 1992, Banco Mundial, Washington, abril de 1991 y mayo de 1992.

International Finance Corporation, **Emerging Stock Markets Factbook**, Washington, 1991.

Kapstein, Ethan, "Supervising international banks: Origins and implications of the Basle Accord", Princeton University, International Finance Section, **Essays in International Finance**, No 185, diciembre de 1991.

Kuczynski, Pedro- Pablo, "International capital flows to Latin- America: What is the promise?", documento preparado para la **Conferencia anual sobre el desarrollo económico** del Banco Mundial, Washington, abril 30- mayo 1o de 1992, mimeo.

Lora, Eduardo, "Reservas internacionales y política monetaria en Colombia", **Coyuntura Económica,** Bogotá, diciembre de 1991.

Lucas, Robert, "Why doesn't capital flow from rich to poor countries? "**American Economic Review**, Papers and Proceedings, vol. 80, No 2, mayo de 1990, pp 92-96.

Marquardt, Jefrey, "Financial Market Supervision: some Conceptual Issues", Bank for International Settlements, **Economic Papers**, No 19, mayo de 1987.

Mckinnon, Ronald, **Money in International Exchange,** Nueva York, Oxford University Press, 1979.

McLure, Charles - Zadrow, George, "Reforma Tributaria y Política Financiera en Colombia". En Carlos Caballero Argáez (Editor) **Macroeconomía, mercado de capitales y negocio financiero.** XI Simposio sobre Mercado de Capitales; Asociación Bancaria de Colombia, Editorial Presencia Ltda. Bogotá, 1989.

Rojas - Suárez, Liliana,"Risk and capital flight in developing countries", Washington, International Monetary Fund, 1990 (WP/90/ 64, julio).

Turner, Philip, "Capital Flows in the 1980: a Survey of Major Trends, Bank for International Settlements, **Economic Papers**, No 30, abril de 1991.

UNTC, United Nations Center on Transnnational Corporations, "Transnational Corporations and International Economics Relations 1991: The Triad in Foreign Direct Investment. Implications for Developing Countries", Draft not for quotation, Nueva York, 1991.

*BASES PARA UNA NEGOCIACION DE COLOMBIA EN UNA AGENDA DE INTEGRACION FINANCIERA**

*Luis Alberto Zuleta J.***
*Martín Maurer****

1. LECCIONES DERIVADAS DE EXPERIENCIAS DE NEGOCIACION EN MATERIA DE SERVICIOS FINANCIEROS

En este capítulo se busca sistematizar en lo posible las experiencias internacionales de negociaciones en materia de servicios financieros, de manera que sirvan de base para diferenciar modelos de integración financiera y diseñar una estrategia colombiana de negociación sobre el mismo tema, en el seno del Pacto Andino.

Es importante anotar que las experiencias seleccionadas tienen diferentes niveles de complejidad tanto por la diversidad de las partes involucradas como por el hecho de que algunas de esas negociaciones están aún en proceso, como es el caso del Acuerdo General sobre el Comercio de Servicios (GATS) y la negociación del Tratado de Libre Comercio entre México, Canadá y Estados Unidos (concluida ya en materia de bienes y sujeta a las aprobaciones de los respectivos Congresos). Están concluidas las negociaciones en la Comunidad Europea (CE), y entre Canadá y Estados Unidos. No obstante, en la CE se continúa aún con un proceso de armonización de normas y estándares.

* Versión parcial del trabajo auspiciado por la Asobancaria y publicado como libro bajo el título "Hacia la Integración Financiera"

** Ex-director Fondo de Garantías de Instituciones Financieras

*** Consultor

Sin embargo, en términos muy amplios, puede advertirse que el elemento más importante en el caso del GATS es el de la definición de principios de negociación, en buena medida aplicables al caso que nos ocupa, como se verá. En los otros casos se tratará de seguir un derrotero común que permita comparaciones.

Los temas comunes que se desarrollarán para cada caso son los siguientes:

-Bases y antecedentes de la negociación.

-Estrategia de negociación.

-Temas centrales de discusión.

-Instrumentos adoptados.

-Conclusiones principales.

No sobra advertir que los temas que aquí se desarrollan tienen que ver principalmente con la negociación en materia de servicios financieros y no con otros aspectos de la negociación.

1.1 LA EXPERIENCIA DE NEGOCIACION EN EL GATS

1.1.1 Antecedentes

Impulsado sobre todo por los Estados Unidos, el tema del comercio de los servicios comenzó a ser discutido en el seno del GATT en la pasada Ronda Uruguay[1]. Con el objeto de discutir las posibles formas de inclusión del comercio de servicios en el GATT, se constituyó un Grupo de Negociaciones sobre Servicios (GNS), dependiente del Comité de Negociaciones Comerciales. La meta del GNS era establecer un marco multilateral de principios y normas para el comercio de servicios, aplicando las reglas del GATT[2].

1. Debe recordarse que por servicios se entiende un agregado muy heterogéneo que incluye entre otros telecomunicaciones turismo construcción y los servicios financieros.

2. Para las diferentes rondas del GATT véase Winters (1990). Ocampo (1992) analiza la Ronda de uruguay desde el punto de vista de los países en vía de desarrollo. Varona (1991), estudia el GATS en más detalle y Rocha (1992), estudia la situación de la Ronda de Uruguay al principio del año 1992. Moncayo y Salazar (1991), describe la primera parte de la Ronda de servicios.

1.1.2 Estrategia de la negociación

El acta final contiene un acuerdo sobre el comercio de servicios que se basa en tres pilares básicos:

-Un marco de acuerdo que contiene la cláusula del principio de la Nación Más Favorecida, la transparencia de las regulaciones y las condiciones con respecto al reconocimiento de estándares y calificaciones. También reglamenta excepciones y el reconocimiento de los espacios económicos regionales.

-Un conjunto detallado de normas aplicables al sector financiero y al libre movimiento de personas, especifica cuáles son los servicios financieros regulados por el GATS y reconoce el derecho de los países a establecer estándares propios con respecto a la prestación de servicios.

-El tercer pilar regula el acceso al mercado y el trato nacional. Se prohíben las restricciones cuantitativas y las violaciones de dicho trato[3], a no ser que se hable de sectores para los cuales haya reservas específicas.

Los aspectos más importantes son las excepciones del principio de la Nación Más Favorecida, un período de ajuste de diez años para implementar este principio y la posibilidad de negociar el trato nacional.

Este último punto merece especial atención pues difiere de lo estipulado en el marco del GATT. El trato nacional es, en el seno del GATS, parte de negociaciones bilaterales entre los países y no un principio fundamental como en el GATT. Hay dos posibles estrategias en las negociaciones del trato nacional. Primero, los países incluyen en sus ofertas condiciones con respecto al acceso al mercado y al trato nacional. Segundo, los países firman el "Understanding on Commitments in Financial Services" que implica la congelación de todas las regulaciones nacionales previas a la firma del mismo (Ocampo, 1992).

3. El trato nacional significa que, en los aspectos regulados por el GATT, la oferta extranjera no puede ser tratada de forma menos favorable que la oferta doméstica.

1.1.3 Los principios del GATS: la discusión

Aunque la Ronda de Uruguay no se ha concluido, para efectos de este trabajo es posible derivar ya los principios claves que ésta involucra, así como lecciones relevantes para el Pacto Andino. De hecho, las diferencias actuales en el GATT se dan entre los países desarrollados -principalmente los EU- y los países en vía de desarrollo, y no tanto entre éstos. Por esta razón, los principios reconocidos por los países del Pacto Andino se podrían aplicar también entre ellos, independientemente del resultado del GATS.

Inicialmente se trató de incluir los principios del GATT en el GATS. Sin embargo, las características de los servicios y las distorsiones de estos mercados exigieron ajustes y cambios sustanciales. Los principios claves son:[4]

-**Transparencia**: los países tienen que anunciar y publicar todas las leyes, restricciones, legislaciones, etc., relativas al comercio y la oferta de servicios. La disponibilidad de la información tiene que ser tal que no discrimine entre extranjeros y nacionales. Con este fin, se necesita una clara definición de servicios, que no es fácil. El texto se basa en la concepción de que el comercio de servicios se define como el suministro de un servicio[5]. Este suministro incluye los siguientes aspectos:

a. Suministro transfronterizo.

b. Movimiento transfronterizo de los consumidores.

c. Movimiento de personas indispensable para el suministro del comervicio.

d. Presencia comercial.

-**Acceso al mercado**: implica que los países no pueden restringir el ingreso al sistema de telecomunicaciones, ni el movimiento de factores de producción necesarios para la oferta del servicio. Esto

4. Para una discusión sobre los principios del GATS, véase Marconini (1990), y Varona (1991). El principio de la participación reciente de los países en desarrollo no se incluye en la siguiente discusión por no ser relevante para un pacto entre los países del Pacto Andino.

5. Para una lista de los servicios que incluye el GATS, véase Correa, 1989.

tiene importantes implicaciones sobre las reglas de inmigración, de inversiones directas o del libre comercio de servicios de telecomunicaciones. Sobre esos derechos, y particularmente el último, no hay una opinión unánime.

-**Trato nacional**: significa que las regulaciones de un país no pueden prohibir a un extranjero el acceso a la infraestructura necesaria para la producción de su servicio. Esto es relevante, por ejemplo, en los casos del acceso a la bolsa de valores.

-**Nación Más Favorecida** (NMF): no-discriminación incondicional: es el fundamento del GATT. Un país que garantiza reglas más favorables a otro -un favor, privilegio, inmunidad, etc.,- tiene que aplicar la misma preferencia a todas las naciones del acuerdo. Los otros países, en turno, no están obligados a aplicar reglas similares para los productos del primero.

Este principio generó siempre graves problemas, pues en virtud de él los países no tenían ningún incentivo para acordar condiciones favorables a otro. De hecho, ello equivalía a conceder condiciones favorables al resto del mundo sin esperar un trato recíproco[6].

En la práctica, la incondicionalidad del principio nunca fue aplicada y el trato de Nación Más Favorecida siempre se otorgó con la condición de que los favores no cubrieran sino a un número limitado de naciones beneficiarias. En el GATS se espera aplicar el principio incondicional, pero se consagra al país que lo otorgue el derecho de excluir de éste sectores específicos.

-**Liberalización progresiva**: esta liberalización se llevará a cabo gradualmente, teniendo en cuenta la situación inicial del sector y el grado de desarrollo de la economía.

-**Salvaguardias y excepciones**: el GATT permite suspensión de obligaciones o modificaciones de concesiones cuando las fluctuaciones de las importaciones amenacen la economía nacional. Esas excepciones deberían ser temporales. Sin embargo, como en el caso de las restricciones cuantitativas por crisis en la balanza de pagos, hay el peligro de que las excepciones se utilicen para limitar el comercio de manera permanente.

6. Una excelente discusión del problema del principio de la nación más favorecida se encuentra en Snape (1988).

-**Situación en materia de reglamentación**: las regulaciones en los servicios son muy diferentes entre países. Por razones de prudencia o de seguridad, se reglamentan en el sector financiero la protección de consumidores, ahorradores y acreedores, etc. Esas reglas no van contra el acuerdo GATS. Este acuerdo tampoco prohíbe el establecimiento de nuevas reglas prudenciales para disminuir la asimetría en el sistema de regulaciones. Prevé consultas a nivel de gobierno entre países que comercien. En caso de abuso, se puede recurrir a medidas de retaliación.

1.1.4 Conclusiones: los temas centrales

La revisión de los principios centrales del GATS permite identificar los problemas fundamentales que enfrenta un acuerdo para el libre comercio de servicios. Estos principios en un pacto regional pueden ser más amplios que los consagrados por el GATS, pero en ningún caso pueden imponer mayores restricciones que las que allí se acepten. Por eso se puede pensar en el GATS como una referencia mínima para la integración regional.

Según esto, los países del Pacto Andino deberían considerar los siguientes puntos:

1. Para comenzar, la definición que hace el GATS de servicios parecería también útil para el Pacto Andino.

2. La necesidad de transparencia implica el desarrollo de un sistema de información confiable entre los países miembros del acuerdo. Es posible que entre los países del Pacto Andino la consolidación de tal sistema requiera de esfuerzos adicionales a los realizados para el GATT.

3. Los principios de la Nación Más Favorecida y del trato nacional surgen del espíritu mismo de la integración. De hecho, la intención de un pacto debería implicar el deseo de los países por hacer generales los acuerdos bilaterales en la región[7]. En el caso del Pacto Andino, estos principios no deberían ofrecer tantos problemas como presentaron a nivel mundial en el GATT, dada la

7. Sin embargo, se podría pensar en un "sub-pacto entre países miembros que avancen más rápido con la integración. Esta era la idea de la integración europea a dos velocidades. Pero los "sub-pactos" no pueden constituir acuerdos para tratar de modo menos favorable los otros miembros del pacto.

mayor similitud en las estructuras económicas de los miembros del acuerdo. Esto si se restringe los mismos al concierto de integrantes del pacto.

Resta, sin embargo, el problema de las relaciones de los países miembros con terceros países. En este caso, el Pacto Andino debería aplicar y regular dichos principios de manera condicional.

Los otros tres principios (gradualismo, salvaguardias y excepciones y reglas prudenciales) tratan de ajustar el proceso de integración a los diferentes grados de desarrollo de los países. Aunque el nivel de progreso en el Pacto Andino es más homogéneo, es necesario diseñar un cronograma de integración. En línea con esto, si bien las salvaguardias y excepciones tienen una aplicación útil, es importante prevenir que éstas se conviertan en barreras permanentes de entrada. Finalmente, es preciso destacar la importancia del marco institucional que garantice el funcionamiento del Pacto Andino para que tenga viabilidad un acuerdo en materia de servicios.

1.2 INTEGRACION DE LA COMUNIDAD EUROPEA

1.2.1 El mercado común para los servicios financieros La libertad de pago, el libre comercio de servicios y de los flujos de capital

Con respecto a los servicios financieros hay tres libertades relevantes:

-La libertad de pagos;

-la libertad de movimientos de capital, y

-la libertad de movimientos de servicios financieros.

La primera obliga a los países miembros a aceptar pagos en la moneda donde vive el acreedor. Esa ley constituye una de las más viejas regulaciones en la CE y se encontraba ya en la legislación de la CEE. Esa libertad es más relevante para servicios que para bienes, ya que implica un libre cambio de monedas.

Con una directiva reciente se concreta un parágrafo en el Acuerdo de Roma que pide la liberalización de los flujos de capital. En la legislación actual se incluyen la inversión directa, los negocios en

bolsas de valores, el negocio inmobiliario, las inversiones en fondos mutuos, los negocios a término, los préstamos, etc., y se exige a los países miembros ajustar sus legislaciones para fines de 1992.

Dos restricciones se han incluido en la legislación: en caso de un desequilibrio en el mercado de capitales y cuando haya fluctuaciones anormales de las tasas de interés o de cambio el país puede -con el permiso de la comisión de la CE- controlar los flujos de capital. Segunda, una nación con un mercado de capitales débil puede protegerse contra el endeudamiento del gobierno de otro con un mercado de capitales fuerte.

Con el libre comercio de servicios se establece la igualdad de toda la oferta -financieros y otros- proveniente de un país en los otros países miembros.

Como el GATS, la CE reconoce que la particularidad de los servicios exige que no solamente se libere dicho comercio, sino también el derecho de abrir y sostener sucursales. El libre movimiento de personas garantiza que la transferencia y el comercio de servicios no se pueda impedir.

1.2.1.1 Las normas de control y supervisión

Hay al menos dos argumentos que explican la necesidad de un sistema general de control y supervisión. Primero, la filosofía de aceptar diferentes legislaciones nacionales, que tienen que cumplir con estándares mínimos, implica que se controle si las normas nacionales observan la legislación de la CE y si el principio de la igualdad se aplica. Las consideraciones institucionales son, por eso, de máxima importancia. Segundo, y particularmente relevante para los servicios financieros, las externalidades de las fluctuaciones en el mercado de un país sobre el otro exigen una cooperación y un sistema de control.

Tres principios regulan el libre comercio de servicios y el libre movimiento de capital. La directiva clave es la segunda sobre la coordinación bancaria. Allí se condensa -para el sector bancario- el principio de la aceptación general de las diferentes legislaciones nacionales, bajo la condición de que éstas cumplan con los estándares mínimos de la legislación de la CE. Con respecto a las normas de control y supervisión, esa directiva regula:

-La armonización de las condiciones para la oferta del servicio (coeficientes de solvencia, de liquidez, etc.). Esto es muy similar a los Acuerdos de Basilea dentro del BIS, o a los términos de comportamiento de las OECD.

-El principio del control de la superintendencia del país en donde se encuentra la casa matriz (home-land control).

-La obligación de las diferentes superintendencias e instancias de control de cooperar y prestar la información relevante a las administraciones de los otros países. Se excluye de este principio información por razón de impuestos, puesto que las leyes tributarias no son parte del programa de integración.

Para los diferentes participantes del mercado financiero existen reglas que piden información muy detallada con respeto a balances, ingreso-egreso, cambio en la propiedad, etc.

1.3 LA EXPERIENCIA DE LA NEGOCIACION ENTRE CANADA Y ESTADOS UNIDOS

1.3.1 Temas y principios de negociación

Los canadienses hicieron énfasis en que para lograr el objetivo de un efectivo acceso al mercado es necesaria la igualdad de oportunidades competitivas, basándose en los siguientes principios básicos:

-El **Principio del trato nacional** busca darle a los nacionales del otro país lo que se le da a los propios nacionales. Este principio actúa aquí como una especie de elemento proteccionista frente a terceros países o bloques.

-El **Principio de reciprocidad relativa**: los bancos de Canadá reciben en USA como mínimo facilidades similares a las que obtengan bancos extranjeros en ese país, eliminando regulaciones discriminatorias. A ello se añade el **trato de Nación Más Favorecida**, mediante el cual cada parte otorga a los servicios financieros y proveedores de servicios de la otra parte un trato no más favorable que el que concede a los servicios y proveedores de cualquier otro país.

-Evitar aplicaciones normativas de carácter extraterritorial.

1.3.2 Concesiones logradas por las partes

1.3.2.1 Concesiones de Canadá a Estados Unidos:

-Derecho de establecimiento: libre constitución de sucursales bancarias en el territorio canadiense.

-Se eliminó el límite máximo del 25% para realizar inversión extranjera en un banco.

-Se permitió el control mayoritario por parte de extranjeros, al suprimir el extremo máximo del 10% de inversión en un banco por parte de una persona natural o jurídica.

-Se elimina el tope máximo del 16% de los activos totales en el sistema financiero como posibilidad de inversión extranjera.

1.3.2. Concesiones de Estados Unidos a Canadá:

-La posibilidad de que la banca canadiense participe más activamente en la negociación de la deuda de Canadá en el mercado americano.

-La expectativa de que, si se aprueba una nueva legalización bancaria, la banca canadiense tendría un acceso más libre, superando barreras entre estados, y entre banca comercial y de inversión.

1.3. Conclusiones principales

Esta es una negociación entre un país pequeño y uno grande con estructuras financieras y normas bancarias bien diferentes, que permite derivar algunas lecciones importantes para el caso del Pacto Andino y que se desarrollarán en el Capítulo 3 en lo referente a negociaciones bilaterales.

Ante todo, es preciso identificar con claridad cuál es la posible ventaja comparativa con la apertura del comercio de servicios financieros en términos de segmentos de mercado de un país con respecto al otro. Esta ventaja debe asegurarse con el proceso de integración.

1.4 EL PROCESO DE NEGOCIACION MEXICO-ESTADOS UNIDOS

1.4.1 Bases y antecedentes de la negociación

Como ya se indicó, esta es una negociación que está en curso y que en lo posible se espera concluir en 1992.

México ha venido efectuando un análisis interno sobre las posibilidades de competir con la apertura de los servicios financieros e identificando con claridad sus ventajas y desventajas, dentro del objetivo de tener acceso a un mercado financiero más amplio.

Los banqueros y analistas coinciden en términos generales en el siguiente análisis.

1.4.1.1 Ventajas competitivas del sistema financiero mexicano

-Estructura competitiva del sistema financiero:

- Un proceso de liberación de los servicios financieros es justificable si el marco regulatorio otorga la misma ventaja competitiva a los intermediarios de ambos países.
- El sistema financiero mexicano está basado en pocos bancos universales con alta cobertura nacional (20 instituciones). Por su parte, los bancos pueden realizar operaciones de bolsa e invertir en acciones del sector industrial.
- El sistema americano es especializado y regional, no puede invertir en el sector industrial, ni realizar operaciones de bolsa.

-Nivel prudente de desregulación:

- La desregulación del sistema financiero mexicano busca asegurar el funcionamiento del mercado, de manera competitiva y eficiente, con el fin de que los ahorradores tengan acceso a la tecnología financiera más avanzada.

-Adecuados niveles de solvencia, capitalización y rentabilidad

-Exposición actual a la competencia internacional:

En la práctica los bancos mexicanos están compitiendo con la banca extranjera que capta y coloca a través de oficinas de representación.

Así las cosas, se considera que el sistema financiero mexicano tiene suficiente solidez interna como para competir en los segmentos de mercado que son de interés de la banca extranjera, siempre y cuando se adopte la estrategia que se menciona adelante.

1.4.2 Estrategia de negociación

En las intervenciones oficiales sobre la negociación se ha hecho hincapié en los siguientes objetivos:

-Beneficiar en primer lugar a los usuarios del sistema financiero.

-Beneficiar en segundo lugar a quienes prestan el servicio.

Los aspectos centrales de la estrategia de negociación pueden compendiarse como sigue:

-Con el tratado se busca conformar un **bloque proteccionista regional** que le haga frente eficazmente a otros bloques internacionales de comercio: Norteamérica vs. Comunidad Económica Europea, o Japón, por ejemplo. Esto es posible restringiendo las operaciones de bancos extranjeros provenientes de otros bloques.

-Deben establecerse con precisión los tiempos de ajuste de la estructura del sistema financiero, asegurando una **apertura gradual**. Mientras el sistema financiero de USA está en un proceso de reestructuración legal que aún no ha concluido, el mexicano está en proceso de privatización.

-Dado que México es un país de menor desarrollo relativo que Estados Unidos y Canadá, se busca establecer criterios e instrumentos que permitan reconocer esta situación. Para ilustrar esta "**asimetría**", del total de activos financieros de América del Norte el 85% correspondía a USA en 1990, el 14% al Canadá y sólo el 1% a México.

-Debe asegurarse una negociación que garantice la **autonomía** mexicana en lo que se refiere a política monetaria y financiera.

-Deben aprovecharse al máximo las ventajas relativas del sistema financiero mexicano, ya comentadas.

-Debe asegurarse que dentro del convenio de libre comercio se hagan **concesiones** relativas al grupo financiero para obtener privilegios en otros sectores. Por eso la negociación sobre servicios financieros debe ser completamente independiente.

1.4.3 Temas y principios básicos

La negociación se ha basado en los siguientes principios básicos:

-**Principio del Trato Nacional**: se hace mucho énfasis en el concepto de "interés nacional" para limitar, por ejemplo, fusiones y adquisiciones.

-**Reciprocidad Relativa**: se interpreta como una manera de asegurar el reconocimiento del menor desarrollo relativo de México.

-**Selectividad**: busca predeterminar los servicios que las entidades financieras pueden ofrecer.

2. ALGUNOS ANTECEDENTES DE LOS SECTORES FINANCIEROS DE LOS PAISES DEL PACTO ANDINO QUE DEBEN CONSIDERARSE PARA UNA NEGOCIACION DE LIBRE COMERCIO EN MATERIA DE SERVICIOS FINANCIEROS

En este capítulo se presentan los principales rasgos comparativos de los sectores financieros de los países miembros del Pacto Andino.

Inicialmente se consideran algunos aspectos cuantitativos que permitan obtener una visión global sobre el tamaño relativo de los distintos sectores en el conjunto del Grupo Andino, así como la estimación de algunos indicadores financieros agregados para cada país de los cuales puedan derivarse elementos comparativos.

Igualmente se presenta una relación de la estructura institucional y fundamentos predominantes de la regulación financiera en los cinco países.

Finalmente, con base en los elementos comparativos anteriores y algunos adicionales de la historia reciente del sector financiero de cada país, se llega a unas conclusiones preliminares sobre el nivel de homogeneidad de los sectores financieros que se integrarían y las posibles ventajas y desventajas relativas identificadas.

2.1 ELEMENTOS CUANTITATIVOS COMPARATIVOS

2.1.1. Introducción

Como se puede deducir del análisis de las experiencias de los países de la CE y de los tres países del norte del continente americano (Canadá, Estados Unidos y México), la integración de mercados bancarios no depende principalmente del tamaño de los diferentes sistemas. Más importantes son las estructuras de los mercados, las características de los bancos y los servicios que ofrece la banca de cada país.

Con respecto al último punto, las experiencias mencionadas señalan que las consecuencias de la integración varían según los servicios ofrecidos. La integración afecta al retail banking, por ejemplo, más por sus efectos indirectos sobre la tasa de interés y sobre las regulaciones nacionales, que por vía una mayor competencia directa. Por lo tanto, muy pocos bancos extranjeros tratan de abrir una red de sucursales en otro país tras un proceso de integración. Este ha sido el caso, tanto en Norteamérica, como en la CE. Sin embargo, en el Investment banking se espera una intensificación de la competencia directa, para la financiación de exportaciones y otros servicios bancarios.

Esta consideración produce evidentemente resultados diferentes en la banca universal, más no en la banca especializada. Si se incluyen las corporaciones financieras en el proceso de integración, estos efectos esperados son distintos y muy probablemente más fuertes. El análisis que sigue se centra en el sistema bancario. Sus conclusiones, por lo tanto, no deben aplicarse al caso de otras entidades financieras.

2.1.2 El mercado bancario del Pacto Andino (PA)

En 1985 el mercado bancario consistía en un total de activos de 29.000 millones de dólares. Entre este año y 1990 su tasa de crecimiento anual fue del 4%, para alcanzar, en esta última fecha, un tamaño de 36.000 millones de dólares (Cuadro 1)[8]. Sin embargo,

8. Las cifras presentadas están en dólares corrientes. Los cálculos de tasa de crecimiento en consecuencia incluyen la tasa de inflación en Estados Unidos (3.5% anual entre 1985 y 1990). La comparación entre países del pacto, o entre componentes del mercado monetario del mismo, sin embargo no debe afectarse por ello.

CUADRO 1
MERCADO BANCARIO ANDINO

(1985)

	BOLIVIA	COLOMBIA	ECUADOR	PERU	VENEZUELA	TOTAL
ACTIVOS	313	9.031	2.147	1.351	16.495	29.338
CAPITAL Y RESERVAS	41	262	94	129	847	1.392
PRESTAMOS Y DESCUENTOS	91	5.275	1.121	515	9.604	16.608
UTILIDADES	2	40	12	23	53	131

(1990)

	BOLIVIA	COLOMBIA	ECUADOR	PERU	VENEZUELA	TOTAL
ACTIVOS	1.474	9.352	1.789	5.270	18.199	36.094
CAPITAL Y RESERVAS	125	516	132	375	953	2.102
PRESTAMOS Y DESCUENTOS	1.014	4.906	775	2.421	8.107	17.222
UTILIDADES	2	168	28	35	97	329

FUENTE: Calculos con base en cifras de FELABAN.

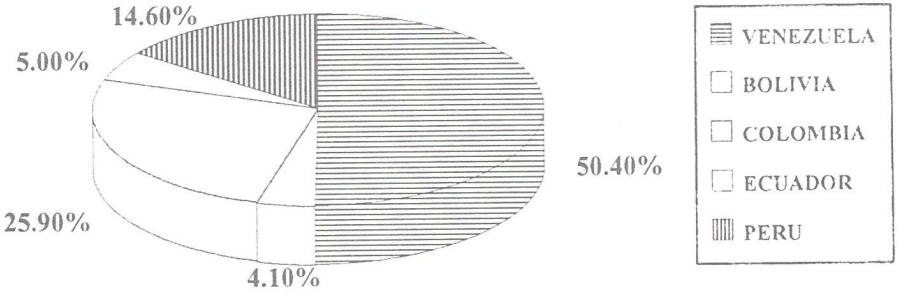
los préstamos y descuentos se desarrollaron más lentamente: en 1985 la banca del PA prestó 16.800 millones de dólares; en 1990 17.200 millones de dólares. La tasa anual de crecimiento fue de 0.5%.

Los países miembros actuaran de manera diferente en el volumen de activos, depósitos y préstamos de la banca del PA. En los dos años considerados, Venezuela era el más importante mercado bancario nacional, con una participación de 50% en activos y préstamos (Gráficos 1 y 2). Colombia, el segundo mercado en importancia, colaboraba en la cartera total con 31.4% (1985) y 25% (1990). Los mercados de los otros países son mucho más pequeños pero vale la pena destacar el crecimiento de los mercados de Bolivia y de Perú en el período considerado. Bolivia aumentó su participación en el total de los activos de 1.1% en 1985 a 4.1% en 1990 y Perú de 4.6% a 14.6%.

Es interesante notar que esta distribución de las participaciones nacionales no se refleja en el número de bancos por país (Gráfico 3). Tanto Venezuela, con el mayor número absoluto de bancos, como Colombia, contribuyen con un número de bancos menor que el que se esperaría, dada su participación en los activos y la cartera.

GRAFICO 1

PAISES PACTO ANDINO - VOLUMEN DE ACTIVOS DE LOS BANCOS - 1985



PAISES PACTO ANDINO - VOLUMEN DE LOS ACTIVOS DE LOS BANCOS - 1990

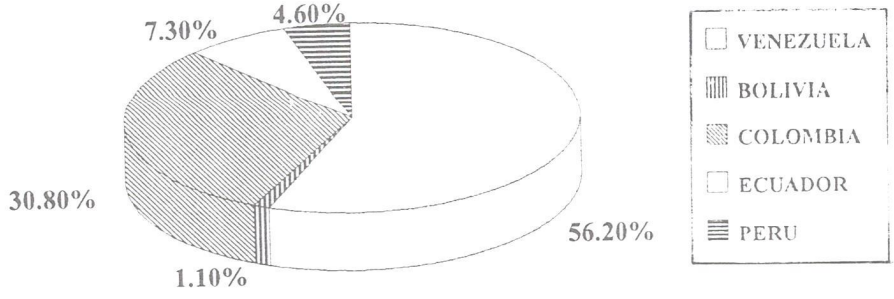
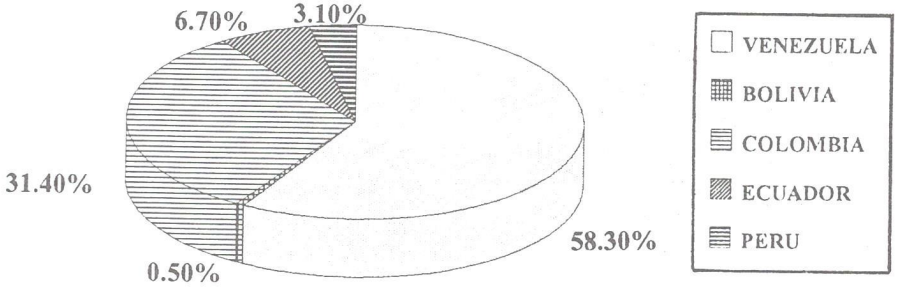


GRAFICO 2

PAISES PACTO ANDINO - VOLUMEN DE CARTERA BANCARIA -1985



PAISES PACTO ANDINO - VOLUMEN DE CARTERA BANCARIA - 1990

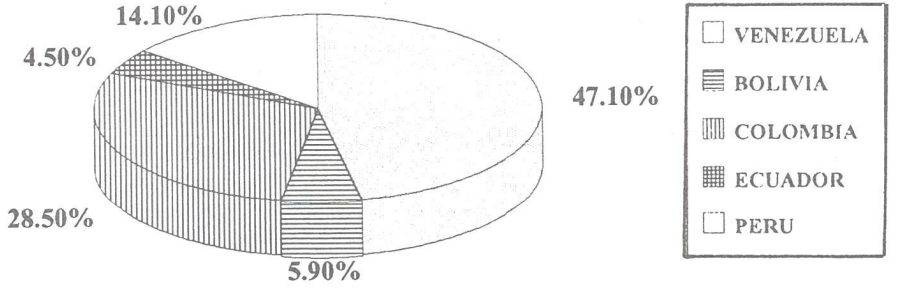
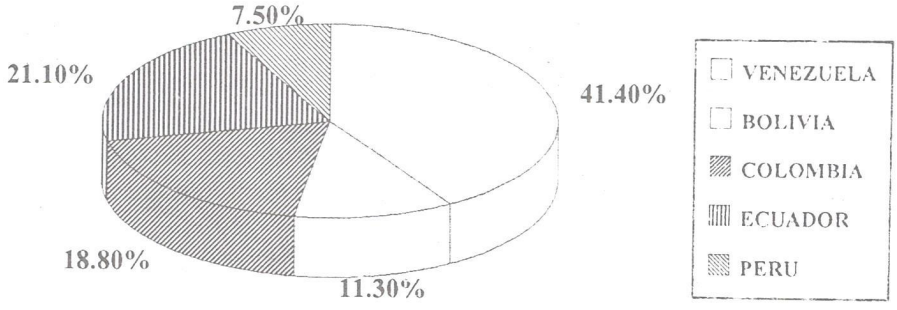
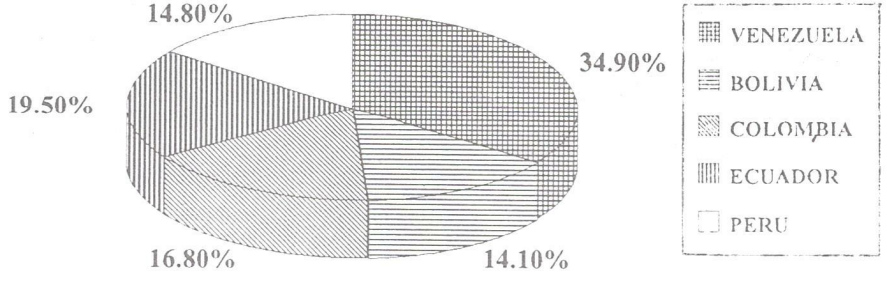


GRAFICO 3

PAISES PACTO ANDINO - NUMERO DE BANCOS -1985



PAISES PACTO ANDINO NUMERO DE BANCOS -1990



Ecuador y Bolivia, mercados bancarios pequeños, tienen un mayor número de bancos; en Ecuador hay más instituciones bancarias que en Colombia y en Bolivia.

Esta breve revisión de algunos indicadores de la banca del PA sugiere la siguiente consideraciónl:

-La banca venezolana es la más grande en términos de volumen y de número de bancos. Perú, Bolivia y Ecuador tienen un sistema bancario mucho más pequeño. Sin embargo, los primeros dos crecieron de manera importante en los últimos cinco años. Notable en el caso de Ecuador es su alto número de bancos, relativo a su tamaño.

2.1.3 El marco macroeconómico

Una hipótesis que se base en la experiencia de la unión europea consiste en que una asociación económica, más avanzada que una unión aduanera, presupone la coordinación de la política monetaria. Esa coordinación depende a su vez de una homogeneidad mínima entre los diferentes países del acuerdo de integración.

El PIB sumado de los cinco países del PA era de 76.3 mil millones de dólares en 1985 y creció a una tasa anual de 8% (incluye la tasa de inflación de Estados Unidos, para llegar a 111.5 mil millones de dólares en 1990. Así, las economías del PA crecieron más rápidamente que sus mercados bancarios, expresados éstos en el crecimiento de activos y préstamos.

Venezuela y Colombia sumados conforman el 70% del PIB regional en 1985 y el 72% en 1992.

La tasa de crecimiento agregada oculta diferencias marcadas en las tasas de crecimiento nacionales. Colombia y Ecuador tuvieron tasas relativamente más estables y altas; en el otro extremo, Bolivia, en 1985, y Perú en 1990, mostraron tasas de crecimiento negativas y Venezuela se recuperó de una aguda crisis solamente en 1990.

Pero de una mayor importancia es la heterogeneidad de los países en términos del comportamiento de las variables macroeconómicas. Como sugieren los datos del Cuadro 2, hay grandes desigualdades en los grados de estabilidad de las cinco economías. Las variaciones en las tasas de inflación son considerables--

CUADRO 2
PAISES DEL PACTO ANDINO
MARCO MACROECONOMICO

	BOLIVIA		COLOMBIA		ECUADOR		PERU		VENEZUELA	
	1985	1990	1985	1990	1985	1990	1985	1990	1985	1990
PIB (Es precios de 1985 - Mil Millones M/L)	2,87	3,12	4.966,00	6.294,40	1.110,00	1.225,00	189,00	172,00	449,03	516,13
PIB (Mil Millones US $)	1,59	5,16	22,68	35,58	7,58	9,51	13,52	16,35	30,97	44,94
Tasa del crecimiento del PIB (%)	(0,20)	0,02(1)	3,10	4,20	4,30	200(1)	2,20	(4,30)	1,40	5,70
Tasa de cambio (M/L por US $ - Fin de año)	1.692,000	3,40	219,00	568,73	146,50	878,20	13,94	516.923,00	14,50	50,38
Tasa de interés pasiva (%)	n. a.	n. a.	29,5(2)	28,50	21,39	43,55	n. a.	n. a.	8,93	27,78
Tasa de interés activa (%)	n. a.	n. a.	n. a.	29,15	18,00	37,50	40,50	4.790,20	8,49	28,23
Tasa de inflación (IPC) (%)	11,750	17,30	24,00	29,10	28,00	48,50	163,40	7.458,00	11,40	40,80
Tasa de inflación (Precios al productor) (%)	10,447	20,00	24,90	12,20	26,10	n. a.	n. a.	n. a.	15,20	27,20

(1) Calculos de los autores.
(2) Banco de la República.
FUENTE: IMF, International Financial Statistics, Year Book 1991 and May 1992.

hiperinflación en Bolivia en 1985 y en Perú en 1990- y grandes diferencias de las tasas de inflación en cada país entre 1985 y 1990. La devaluación de la moneda se refleja en las disparidades de las tasas de interés y en el desarrollo de la tasa de cambio.

Una unión que presuponga una alta homogeneidad del marco monetario no parece una opción viable en un mediano plazo. Ello no implica, sin embargo, que una participación más avanzada de los mercados bancarios sea imposible. Los datos sugieren la necesidad de una estrategia más pragmática que la seguida por la CE. Por ejemplo, dada la mayor similitud entre algunos de los mercados considerados, se podría pensar en una integración y una coordinación monetaria entre Colombia, Venezuela y quizás Ecuador. En el capítulo 3 se discuten diferentes posibilidades de procesos de unión que tengan en cuenta las asimetrías mencionadas. (Ver cuadro 2)

2.1.4 Caracterización de la bancade los países miembros

Las diferencias macroeconómicas no hacen imposible una integración, pero imponen límites al grado de la unificación de los diferentes países. En el Cuadro 3 se presenta la estructura global del sector bancario de los países miembros.

Para analizar el grado de concentración -una aproximación al poder en el mercado- se calculó el índice de Herfindahl. Una comparación de los valores del índice muestra que en 1985 la estructura del mercado bancario estaba altamente concentrada en Perú y muy poco en Venezuela. Los mercados de Colombia, Bolivia y Ecuador eran muy similares, con la excepción del mercado para captaciones en Bolivia. Los valores para 1990 sugieren una tendencia de convergencia; la concentración en Venezuela ha aumentado haciéndose más similar a la presentada por los otros tres países. La concentración en Perú sigue siendo especialmente alta, pero mucho menor que en 1985. Dada la situación económica en Perú no es sorprendente que no se registren entradas de nuevos bancos en el mercado en todo el período considerado. Esto, sin embargo, deberá cambiar una vez se recupere la economía.

CUADRO 3
CARACTERIZACION DE LA BANCA DE LOS PAISES ANDINOS

	BOLIVIA		COLOMBIA		ECUADOR		PERU		VENEZUELA	
	1985	1990	1985	1990	1985	1990	1985	1990	1985	1990
Concentración (Indice de Herfindahl) (1) (*)										
Activos	0,1085	0,0759	0,0818	0,0824	0.0799	0,0718	0,3110	0,1726	0,0484	0,0639
Depósitos	0,2010	0,1017	0,0765	0,0770	0.0838	0,0777	0,3823	0,1755	0,0488	0,0840
Prestamos	0,1061	0,0758	0,1001	0.0876	0.0629	0,0682	0,2384	0,1620	0,0479	0,0691
Activos como % del PIB	0,02	0,29	0,40	0,26	0,28	0,19	0,10	0,03	0,53	0,41
Prestamos como % del PIB	0,01	0,20	0,23	0,14	0,17	0,08	0,04	0,01	0,32	0,18
Depósito como % del PIB	0,09	0,14	0,22	0,13	0,15	0,08	0,07	0,01	0,45	0,27

(1) Calculos de los autores.
* Se define como: $\Sigma(xi/xt)^2$
Donde
xi : variable banco i
xt : valor variable para el total de Bancos
FUENTE: Con base en FELABAN, Guía Bancaria Latinoamericana 1987 y 1992, Bogotá.

El proceso de convergencia, aunque menos obvio, se manifiesta también en la profundización del mercado. Las razones Activos/PIB, Depósitos/PIB y Préstamos/PIB reflejan el uso de servicios bancarios por unidad de PIB. En 1985, las diferencias entre países eran importantes: Venezuela con una razón de 53% y Colombia con una de 40% de activos por unidad de PIB mostraban una intensidad de servicios bancarios por unidad de producto real mucho más alta que Bolivia con 2% y Perú con 10%. En 1990 se nota una convergencia de los valores (con la excepción de Perú con 3%). Colombia, Bolivia y Ecuador tienen activos entre 19 (Ver cuadro 3) y 29% del PIB, mientras Venezuela posee 41%. Un hecho interesante es la disminución en la profundización financiera en los tres países estables (Colombia, Ecuador, Venezuela). La misma tendencia se observa con respecto a los préstamos y depósitos.

La disminución en la profundización no necesariamente es negativa. Esta podría explicarse por un uso más eficiente del sistema financiero, el desarrollo de nuevos servicios, y de otras instituciones financieras, cambios en los patrones de ahorro e inversión de los hogares, etc.

Uno de los aspectos más interesantes de la estructura de la banca en los países del PA se presenta en los Gráficos 4, 5 y 6. En el Gráfico 4 se muestran los activos de todos los bancos de los países miembros ordenados según tamaño. Se nota que los bancos bolivianos y ecuatorianos son pequeños en relación con los grandes bancos venezolanos, peruanos y colombianos. En el Gráfico 5 se presentan los 20 bancos más pequeños de cada país. Se destaca que los pequeños bancos colombianos son grandes con respecto a los pequeños bancos de los otros países.

En el Gráfico 6 se muestran los 20 bancos más grandes[9]. Es claro según este gráfico que las grandes instituciones venezolanas (y un banco peruano) son más grandes que las instituciones colombianas. Pero la diferencia no es tan grande y, con respecto a la banca boliviana, ecuatoriana y peruana (con una sola excepción), la posición colombiana es confortable.

9. La comparación no se invalida por el hecho de que salvo en Venezuela algunos de los bancos pequeños también entran en la lista de los veinte más grandes.

GRAFICO 4

ACTIVOS 1990 (TODOS LOS BANCOS)

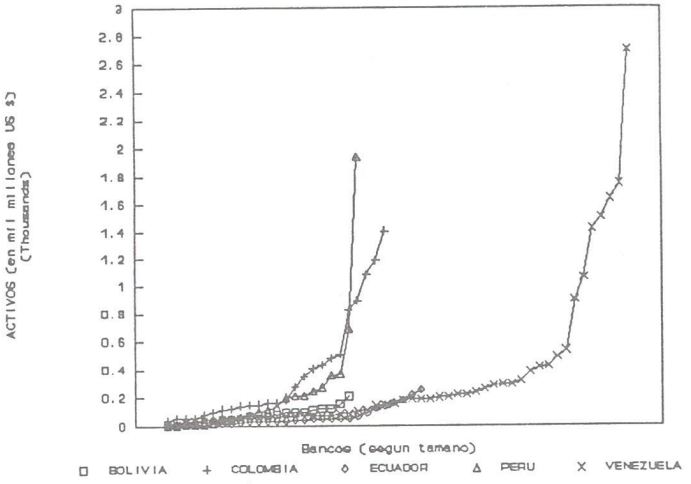


GRAFICO 5

ACTIVOS 1990 (20 BANCOS MAS PEQUEÑOS)

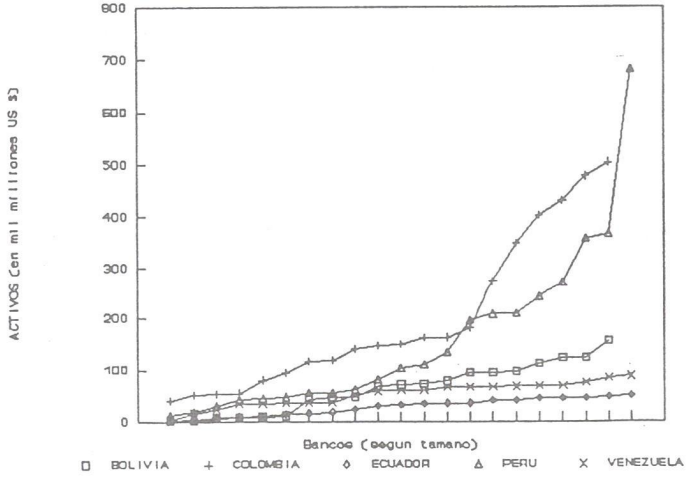
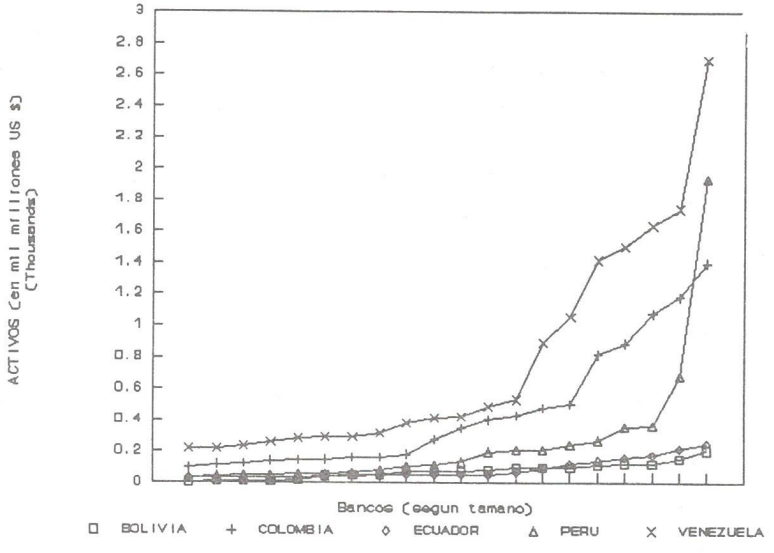


GRAFICO 6

ACTIVOS 1990 (20 BANCOS MAS GRANDES)



Tres conclusiones se siguen de este análisis:

-Venezuela presenta la mayor profundización del mercado. En el otro extremo, el sistema bancario peruano muestra una profundización más baja. Si se acepta usar la profundización como una aproximación a la experiencia y diferenciación de productos de un sistema bancario, se puede concluir que en este aspecto la banca venezolana tiene una ventaja comparativa.

-Colombia no posee el sistema bancario más fuerte, pero sí tiene una posición confortable frente a la competencia extranjera en términos de tamaño. Sus pequeños bancos son relativamente grandes; sólamente los grandes bancos venezolanos (y un banco peruano) son más fuertes en términos de activos, depósitos y

préstamos. Los grandes bancos colombianos son más fuertes que la mayoría de las instituciones en otros países miembros.

-Los índices de concentración sugieren un alto poder de mercado para los más grandes bancos peruanos. Ellos se pudieron defender con una política agresiva contra la entrada de bancos extranjeros. Los otros mercados muestran una concentración menor. En el caso peruano, no se puede deducir de la información estadística si la concentración resulta de la regulación vigente. Con una integración de los mercados bancarios la banca peruana podría perder su posición altamente oligopolística.

En la introducción a este aparte se propuso la hipótesis de que la banca extranjera no entra en el segmento del retail banking, pero el caso colombiano tiene algunos ejemplos de ello. También hay que considerar que la fusión o la compra de un banco nacional son formas más probables de competencia extranjera en el retail banking. Aunque no se puede excluir que un banco pequeño compre un banco más grande esa situación parece menos probable que la compra de un banco pequeño por uno grande. Además, si la integración aumenta la competencia en los mercados bancarios, los pequeños bancos serán muy probablemente los primeros en buscar una fusión con un banco más grande.

El anterior argumento señala una posición favorable de la banca colombiana en el PA. Los pequeños y los grandes bancos colombianos parecen estar en condiciones de comprar un banco en otro país del PA, incluido Venezuela, el mercado más atractivo. De otra parte, la única banca que parece capaz e interesada en entrar en el mercado colombiano es la venezolana (como de hecho ya se está haciendo). Pero también, frente a la banca venezolana, Colombia nuevamente debería estar en condiciones de competir sin desventaja en términos de tamaño.

La situación en Ecuador y Bolivia es diferente. El gran número de instituciones bancarias hace frágil -al menos en términos de tamaño- el sistema a la competencia extranjera. La banca del Perú tiene un segmento pequeño que puede buscar la fusión si la competencia aumenta.

2.1.5. Conclusiones

La homogeneidad de los índices de los balances de los bancos señalan un sistema bancario altamente oligopolístico en Colombia[10].

Todos los indicadores muestran un mayor grado de competencia para el sistema boliviano. Pero su sector bancario es pequeño: no es de esperar una tendencia a la internacionalización de los bancos bolivianos. El caso venezolano es diferente; algunos bancos son capaces de entrar a los mercados de los otros países del PA, aunque en términos de eficiencia no los superen. De otra parte, parecería que los bancos más pequeños de la banca venezolana no son ni suficientemente eficientes, ni fuertes para defender su segmento del mercado contra la entrada de bancos extranjeros.

El caso de Ecuador y Perú es más difícil de evaluar. Ecuador tiene un alto número de bancos pequeños. Pero la mayoría de los indicadores están al nivel de los demás países. La situación en Perú se mejoró mucho en los últimos cinco años, pero el aspecto macroeconómico del país sitúa a la banca peruana en posición de desventaja. El sistema peruano está dominado por un banco; los restantes no son más fuertes que los bancos ecuatorianos y bolivianos.

Qué se concluye de lo anterior para la banca colombiana? Los mercados bancarios de los países no varían mucho -seguramente menos que en el caso de los países europeos o norteamericanos-. Por esta razón, no se debería encontrar resistencias demasiado fuertes a la armonización de las regulaciones del sector bancario.

Las diferencias entre los sistemas, sin embargo, son relativamente altas. La posibilidad de entrada a los mercados nacionales sí puede encontrar grandes resistencias de parte de los bancos más pequeños de cada país. No obstante, a este respecto Colombia se halla en posición de ventaja: en primer lugar, sus bancos pequeños

10. La evidencia sugiere que la competencia olipolística en el país del tipo "Stackelber" es decir que uno o unos pocos bancos asumen la posición de líderes (determinan precios y cantidades) y los otros son "seguidores" que toman las decisiones de los "líderes" como un hecho y acomodan a ellos su oferta de servicios.

son relativamente fuertes con respecto al universo bancario de la región; en segundo lugar, los grandes bancos colombianos se encuentran entre los mayores de la región; finalmente, la estructura oligopolística del sistema bancario nacional deberá permitirle defender sus segmentos de mercado de la competencia de bancos extranjeros. En cualquier caso, Colombia sólo debe esperar competencia de algunos de los bancos venezolanos.

En cuanto a la posibilidad de internacionalización de la banca colombiana, ésta dependerá del desarrollo de la oferta de servicios tales como seguros de exportaciones, inversiones en bolsa, etc., y probablemente, en consecuencia, la misma se vuelque preferencialmente hacia Venezuela (recuérdese que la experiencia internacional señala una baja tendencia de incursión bancaria en terceros mercados a través del retail banking).

2.2 ESTRUCTURA INSTITUCIONAL Y MARCO REGULATORIO DE LA BANCA ANDINA

Como parte de la investigación de este tema, se realizó un ejercicio comparativo de la legislación relevante de cada país en materia bancaria, junto con la revisión de análisis autorizados por parte de expertos de cada país. Las leyes más importantes son las siguientes:

- Bolivia: "Régimen bancario y financiero."
- Colombia: Ley 45 de diciembre de 1990.
- Ecuador: Codificación de la Ley General de Bancos (mayo de 1991).
- Perú: Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros, Decreto Legislativo No. 637 (abril de 1991).
- Venezuela: Ley General de Bancos y otros Institutos de Crédito (1991).

Como puede advertirse, los países vinculados al Pacto Andino han ejecutado reformas recientes de su legislación bancaria y financiera. Intentaremos ver si estas reformas van en una dirección común. Por su parte, el gobierno venezolano tramita una nueva reforma financiera en el Congreso Nacional.

2.2.1 Algunos elementos comunes

De los cinco países, dos de ellos (Bolivia y Colombia) tuvieron crisis financieras fuertes durante la década de los años ochentas y ello les exigió impulsar medidas dirigidas hacia una reforma financiera integral[11].

Adicionalmente, en los otros países pueden encontrarse diagnósticos de la década de los años 80s realizados por autorizados profesionales en el sentido de que los sistemas financieros re querían un proceso importante de modernización y adecuación a una situación internacional más abierta y a políticas macroeconómicas de ajuste[12].

Aún superadas las situaciones de crisis, hay varios elementos comunes a los sistemas financieros de los cinco países dignos de resaltar:

- El primer elemento es la tendencia generalizada hacia un proceso de liberación financiera, aunque las propuestas de cambio tienen diferente grado. Esto significa que hay un consenso en el

11. Ver: The World Bank: Financia Systens and Development. An Over view, Oxford-University Press, (1989).
También:
- G. Afcha: Desintermediación y liberación financiera en Bolivia (1980-88). En "Ahorro y Asignación de Recursos Financieros, Experiencias Latinoamericanas Ed. Günther Held, CEPAL, 1990.
- J. Fernández: "Un marco para el desarrollo del Sector Financiero". L.A. Zuleta: "Una Reforma Financiera para la Década del Noventa". En "Apertura y modernización. Las Reformas de los noventa". Ed. E, Lora. Tercer Mundo, Fedesarrollo 1991).

12. Véase por ejemplo:
- R. Hausmann y C. Stark: "Algunas consideraciones para la modernización del Sistema Financiero Venezolano". Revista Banco Central de Venezuela, V. 2 No. 3, (1987).
- C. Rodríguez: "De la banca especializada a al banca múltiple: Consideraciones Generales". En "Crecimiento Económico con Estabilidad Financiera "Banco Central de Venezuela (mayo 1990).
- B. Losada: "Aspectos Institucionales y Funcionales del sistema Financiero Venezolano". En "Memorias Felabán". (marzo 1991).
- R. Rosales: "Importancia del Sistema Financiero para movilización y canalización del Ahorro interno". J. Valderrama y M. Choy: "El Ahorro Interno y el Sistema Financiero. La Experiencia Peruana". En: "Ahorro Interno y Sistema Financiero. Fundación Friedrich Ebert, Perú, (1985).
- A. Arizaga y S. Bayas: "El Sistema Financiero Ecuatoriano de los Ochenta". En: "Ahorro y Asignación de Recursos Financieros. Experiencias Latinoamericanas Ed. Günther Held, CEPAL, 1990.
- F. Hidalgo, E. Peña Herrera". Nuevo enfoque de las políticas cambiaria y financiera del Ecuador". Monetaria, CEMLA, (Oct.-Dic. 1987).

sentido de que la represión financiera característica de una etapa de la economía en la que predomina una intervención muy fuerte del Estado y protección a los sectores productivos, ha evolucionado hacia un papel más activo del mercado. Esto se refleja principalmente en una tendencia a liberar las tasas de interés y a permitir que éstas sean predominantemente positivas con respecto a la tasa de inflación. También se manifiesta en una tendencia a dar un tratamiento igual a los distintos sectores económicos.

Sin embargo, algunos países como Bolivia (con los bancos Agrícola y Minero) y Perú (con las asociaciones mutuales de vivienda) mantienen un tratamiento especial en su legislación bancaria a algunos sectores económicos. Este es un elemento que seguramente aflorará en una negociación sobre integración financiera. De la misma manera, habrá que considerar las reglas del juego vigentes para la banca estatal, en comparación con la banca privada.

Por otra parte, hay también diferencias importantes en cuanto a si los niveles de encajes se definen por ley, como en Bolivia y Perú, y en los grados de liberación del mercado cambiario.

- El segundo elemento común digno de resaltar es la conciencia de que el modelo de represión financiera ha producido un sistema ineficiente y poco competitivo referente a costos de operación, un nivel muy elevado de los márgenes financieros en términos internacionales y baja competencia interna entre los intermediarios financieros. Sin embargo, pocas referencias explícitas se encuentran en cuanto a competencia internacional.

En este contexto la modernización de los sectores financieros busca sobre todo transformar esta situación de ineficiencia y baja competencia[13].

13. Aunque no fue posible encontrar estadísticas que permitieran calcular indicadores sobre cifras comparables para los cinco países, cálculos adicionales sobre eficiencia y márgenes financieros se encuentran en los siguientes trabajos.
- Bolivia: Afcha (1990).
- Ecuador: Arizaga (1990).
- Colombia: "The World Bank: The financial sector and industrial structure and perfor mance". En: "Colombia: Industrial Competition and Performance" (Dc. 1989). "Sistema Financiero: Resultados y Perspectivas". Notas Editoriales Banco de la República, (mayo 1990).
- Perú: J. Pflückeret al: "Determinación de la tasa de interés y margen financiero". En: "Moneda. Banco Central de Reservas del Perú (agosto 1991).
- Venezuela: E. Velásquez: "El Proceso de Asignación de Recursos en Venezuela". En: "Sistema Financiero y Asignación de Recursos. Experiencias Latinoamericanas y del Caribe". Ed. Carlos Masad. CEPAL (1990).

- La banca de los cinco países tiene una experiencia histórica de banca especializada. Es clara la influencia de las misiones Kemmerer de comienzos del siglo en Bolivia, Colombia, Ecuador y Perú[14]. Sin embargo, las leyes bancarias últimas mantienen un conflicto entre esta trayectoria histórica y la tendencia en muchos otros países de ayudar al público con servicios múltiples (banca universal o banca múltiple), ganando economías de escala[15].

Pese a que las propuestas de modernización van dirigidas con frecuencia hacia la banca múltiple, la solución legal ha consistido en mantener la banca especializada, permitiendo la constitución de filiales o subsidiarias para servicios financieros tales como arrendamiento financiero, operaciones de fiducia, almacenes de depósito, sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías, etc., y esto en los casos de Colombia y Perú. Ecuador, Bolivia y Venezuela mantienen una especialización más tradicional, pese a que en los dos últimos países se ha insistido mucho en la banca múltiple. El mencionado proyecto de reforma venezolana va dirigido hacia la banca universal.

Los principales argumentos en contra de la introducción de la banca múltiple en nuestros países ha consistido en la dificultad de controlar dentro de este esquema la concentración de crédito que produce un grupo financiero fuerte y los problemas de solvencia que se presentan en la banca americana comandada por Holdings de inversión[16].

Este es un tema que tendrá evoluciones institucionales muy fuertes en el futuro, y probablemente será materia de discusión en una negociación sobre integración de servicios financieros, sobre todo si esta integración se mira como bloque frente a otros bloques.

Es conveniente recordar que en la negociación mexicana con los Estados Unidos el tener un esquema de banca múltiple ha sido considerado por los mexicanos como una ventaja comparativa.

14. R. N. Seidal: "Reformadores Americanos en el exterior. Las misiones Kemmer en Suramérica (1923 - 1931)". Revista del Banco de la República. (Abril 1973).

15. Recordar el famoso artículo de Khatkhate D. R. y Riechel K. W.: "Multipurposo Panking: Its nature, scope and relevance for less de papers veloped countries" Staff Paprs, IMF (Sept. 1980).

16. Ver una discusión ampliada en L. A. Zuleta (1991), p. 181-183.

También vale mencionar la influencia internacional del éxito chileno con este esquema.

- Uno de los elementos más característicos de la banca universal es la eventualidad de que la banca participe directamente en operaciones en el mercado de capitales. Esta probabilidad sólo se da en los casos de Perú y Venezuela (con ciertas limitaciones). En el caso de Colombia quizás a través de la creación de filiales de comisionistas de bolsa. En los casos de Bolivia y Ecuador no es viable.

Todas estas diferencias dificultan un proceso de integración cuando se define cuáles normas de operación rigen.

- Otro elemento común es el esfuerzo por modernizar la estructura de supervisión bancaria. En todos los casos se encuentran modificaciones en este sentido, aunque evidentemente se viene también de niveles diferentes. Colombia tiene una clara posición de liderazgo regional en este sentido. En otros países es común todavía la influencia de la política partidista en el nombramiento del superintendente bancario.

- Con respecto a la estructura de solvencia de las entidades, en todos los casos, excepto en Bolivia, se ha instaurado un esquema de seguro de depósitos y hay exigencias de capitalización que van desde el establecimiento de capitales mínimos para autorizar la creación de una entidad financiera (de nuevo con la excepción de Bolivia) hasta la instauración de algunos criterios de solvencia basados en el espíritu del Acuerdo de Basilea: este punto es más claro en lo referente a Colombia y Perú. Sin embargo, no en todos los casos se especifican los topes máximos de endeudamiento con un ente individual en función del patrimonio de la entidad financiera.

- Las barreras a la entrada al sector financiero para un nacional, además de los capitales mínimos, son de diferente complejidad. Sobresalen las formalidades exigidas en la legislación ecuatoriana en cuanto a número y dificultad de los trámites. Estos en Bolivia, Colombia y Perú parecen más sencillos.

Aquí se debe garantizar solvencia financiera, profesional y moral.

2.2.2 Los principales problemas comunes

Es importante resaltar que la evaluación de los problemas o desventajas comparativas de los sistemas financieros del Pacto Andino pueden tener dos enfoques diferentes:

- La posición relativa del sector financiero de un país específico con respecto a otro o al resto de los sectores financieros de los demás países.

- La posición relativa como bloque económico con respecto a otros bloques económicos.

En el primer enfoque hay una gran diferencia entre los países y es el tamaño relativo de los sectores financieros, llevando Venezuela la mayor ventaja relativa, seguida de Colombia, como se observó atrás.

Pero hay también dos importantes desventajas: altos costos operativos y elevados márgenes financieros.

En el segundo enfoque, los anteriores problemas siguen siéndolo, pero hay que resaltar, además, que en un entorno internacional de desregulación, los niveles de regulación pueden seguir siendo muy elevados.

Pero quizá lo más grave consiste en que las normas sobre inversión extranjera en el sector no parecen reflejar la importancia que puede tener una integración como bloque para competir con otras regiones. En otras palabras, lo fundamental no debería ser integrarse para captar recursos financieros, de unos sectores con tamaño limitado, sino de unirse logrando tamaños mayores para colocar recursos en un mercado más amplio, y con mayores posibilidades de diversificar riesgos compartiendo negocios[17]. Estos aspectos serán profundizados en el próximo capítulo.

17. Ver: M. Reyna L: "Integración Financiera en el Mercado del Grupo Andino". Revista Felabán, 3 Vol. 1 (1990).

3. BASES PARA UNA NEGOCIACION DE COLOMBIA CON LOS PAISES DEL PACTO ANDINO Y OTROS PAISES

En esta parte del trabajo se recogen los principales resultados de los capítulos anteriores. Se perfila la situación colombiana dentro de una eventual negociación y se plantean estrategias posibles en torno a la participación colombiana en una perspectiva de integración financiera.

3.1 BASES DE NEGOCIACION DENTRO DE ALGUNOS ESCENARIOS

En este estudio se han perfilado los siguientes escenarios relevantes:

- Escenario No. 1: Negociaciones bilaterales entre los países integrantes del Pacto.
- Escenario No. 2: Negociación multilateral.
- Escenario No. 3: Negociación multilateral sobre principios básicos y bilateral sobre normas de operación.
- Escenario No. 4: Negociación multilateral para lograr una posición común frente a terceros países.
- Escenario No. 5: Mercado abierto (un camino solitario sin pactos).

El escenario No. 5 -no mencionado aún- ha sido la estrategia de aquellos países como Chile, que han consolidado su posición manteniendo en el largo plazo una economía abierta en condiciones competitivas, sin negociaciones, con estabilidad macroeconómica y liberación financiera[18].

A continuación se trata de diferenciar cada uno de estos escenarios y de calificar su viabilidad y conveniencia, examinando en cada uno de ellos algunos de los aspectos que surgieron como relevantes en las experiencias internacionales estudiadas.

Como punto de partida se evidencia que los países sólo entran en un esquema de integración si éste les permite obtener beneficios

18. M. J. Fry: "Money, Interest and Bankingin Economic Development" Johns Hospkings (1988).

superiores a los que podrían obtener siguiendo una estrategia solitaria. Así las cosas, las ventajas que cada país puede obtener al seguir una política sin negociaciones constituyen el límite inferior que un contrato internacional de integración debe garantizar.

3.1.1 Los tres diferentes niveles de integración

El análisis de varias experiencias internacionales muestra no solamente diferentes estrategias de negociación, sino también diversos niveles de integración entre países. Con base en la discusión del capítulo 1 se pueden distinguir tres de estos niveles.

1. Una integración pragmática: se permite la entrada y salida de capital y servicios con un mínimo de formalidades. Esta forma de integración aplica los principios equivalentes a los de una unión aduanera para el caso de los servicios.

2. El acceso al mercado nacional sobre el principio del trato nacional. En el capítulo 1 se analizó el tratado entre los Estados Unidos y Canadá y las bases de negociación de estos dos países con México. Se otorga a los productores de los otros países el derecho a entrar en el mercado nacional en las mismas condiciones de los productores nacionales. Se puede asimilar este nivel de integración a un área de libre comercio.

3. El acceso al mercado nacional sobre el principio del reconocimiento mutuo, tal y como está previsto en los acuerdos y directivas de la CE. Esta es la forma más avanzada de integración. En ella, cada país acepta las leyes y reglas de los demás. Este nivel se conoce como la integración de los mercados nacionales.

El esquema siguiente se presenta como punto de referencia para hacer énfasis en los temas centrales que son objeto de negociación en cada uno de los tres niveles (cuadro 4).

3.1.2 Diferenciación de objetivos

Es necesario advertir que puede haber discrepancia de objetivos, según la integración de servicios financieros se evalúe desde la perspectiva de los gobiernos individualmente considerados (o incluso entre entes oficiales del mismo gobierno), del bloque de países en conjunto, de las entidades financieras o de los usuarios de los servicios.

CUADRO 4
PRINCIPIOS DE NEGOCIACION PARA LOS TRES NIVELES DE INTEGRACION

UNION ADUANERA	AREA LIBRE DE COMERCIO	INTEGRACION DE LOS MERCADOS NACIONALES
- Principios de GATT	- Los mismos puntos que el primer nivel	- Segunda Directiva de la CE iva al reconocimiento mutuo
- Libertad de flujo de capitales, de servicios y de pagos	- Legislaciones sobre el mercado financiero	- El sistema de control (*home country*) Cooperación de las autoridades nacionales
	- No se incluyen el reconocimiento mutuo ni el control (*home country)*	- Sistema común de justicia - Política monetaria coordinada
	- Se aplica el principio de la Nación Más favorecida (NFM) condicional para los miembros del pacto.	- NFM incondicional para los miembros del pacto

El objetivo más importante para todos los agentes mencionados es el acceso a un mercado más amplio. Esta meta es importante para los usuarios porque se amplía la posibilidad del servicio y si la reducción de costos proveniente de una escala mayor se traduce en una reducción de los precios de los servicios.

Desde el punto de vista del mercado potencial será más deseable el lugar de mayor mercado (escenarios 2, 4 y 5), pero esto se supedita a la grande o pequeña probabilidad de estos escenarios.

En alguna literatura sobre integración[19] se nombran como objetivos alternativos el acceso al mercado o la eficiencia de factores. Se menciona como ejemplo del segundo objetivo la presencia de bancos americanos en Europa.

Los rasgos descritos en el capítulo 2 sobre los sistemas financieros del PA hacen pensar que las entidades financieras no tienen en general unos niveles de eficiencia muy elevados y la razón principal para integrarse no sería por ello una mayor eficacia en el uso de factores, sino la ampliación del mercado.

Entre los objetivos generales enumerados en el capítulo 1 los beneficios para los usuarios se consideran como los más importantes desde el punto de vista de la sociedad. Sin embargo, el óptimo social no necesariamente corresponde con el interés particular del sector financiero. El dilema entre interés general e interés particular podría determinar qué estrategia seguirá un país.

Ahora bien, también podría haber un dilema entre los bancos nacionales. Una posición única de la banca se presentaría solamente si los diferentes bancos esperan las mismas ventajas o desventajas de la integración. En este caso se podría esperar que la posición de la banca fuese lo suficientemente fuerte como para influir la decisión política, incluso si los intereses del sector financiero difieren de los intereses sociales.

En cambio, si los costos y beneficios de la apertura se distribuyen de manera desigual entre los bancos, por ejemplo, si un gran volumen de los costos recae sobre los bancos pequeños y un mayor peso de los beneficios sobre los grandes, será muy difícil que la banca nacional pueda formular una posición común.

Del análisis que se presentó en el capítulo 2 parece desprenderse que este dilema se presentaría probablemente en la banca de Venezuela, mientras que en los casos de Colombia y Bolivia, de un lado, y Ecuador y Perú del otro, la homogeneidad bancaria debería llevar a más rápidamente una posición común. En Colombia y Bolivia el sector financiero debería apoyar la integración, pero por razones diferentes: en el caso de Colombia, por la fuerte posición que sus bancos tienen en la región, y en el caso boliviano por la alta

19. S. Thomson: "Integrationt Through Globalisation" Quarterly Review, National Westminster Bank (feb. 1992).

competitividad. En los casos de Perú y Ecuador, la debilidad de sus bancos deberá favorecer una posición única en contra de la integración. En lo que hace a Venezuela la heterogeneidad del sector financiero hace difícil predecir qué posición (a favor o en contra) deberá prevalecer. El tamaño del mercado y la importancia relativa de los bancos venezolanos frente a terceros competidores, sin embargo, deberán actuar en favor de la integración.

3.1.3 Restricciones a la integración de servicios

Si bien del análisis del capítulo 2 se deriva una alta homogeneidad entre los sistemas financieros de los cinco países del Pacto Andino, lo cual hace pensar en la posibilidad de una mayor integración por menores asimetrías, es preciso resaltar algunas restricciones importantes:

- Se destaca el interés colombiano de que la integración en el PA no cierre las puertas a negociaciones con otros países, tales como Chile y México. De la misma manera, las otras naciones tienen interés en vincularse con otros Estados.
- La segunda restricción está dada por el grado de apertura del sector real. Se puede imaginar una unión aduanera sin integración del sector financiero, pero es más difícil de imaginar un mercado financiero común sin un libre comercio, aunque es teóricamente posible.
- La tercera restricción está dada por la heterogeneidad del marco macroeconómico y de la política monetaria. Esto dificulta una integración de tercer nivel, y probablemente también una inte- gración de primero o segundo nivel que incluya libertad de pagos, libertad de flujo de capitales y libertad de inversiones directas.

Todo lo anterior hace pensar que en un escenario multilateral de todas maneras tenderían a negociarse salvaguardas o excepciones, lo cual hace pensar en una mayor viabilidad de las negociaciones bilaterales (escenario 1).

3.1.4 Relación entre los niveles de integración y los escenarios planteados para el PA

En el cuadro 5 se vinculan los niveles de integración con las cinco estrategias, dados los objetivos de la integración para Colombia y las restricciones a la misma.

Una negociación multilateral parece posible solamente si la meta es el primer nivel de integración. El segundo nivel parece menos viable porque los intereses y las estructuras económicas son muy diferentes, aunque los sectores financieros y sus legislaciones sean bastante similares. Se ve muy improbable una integración avanzada del tipo del tercer nivel en negociaciones multilaterales.

La posibilidad de llegar a una forma de pacto más avanzado que el de primer nivel, pero sin pasar por negociaciones complicadas para firmar un contrato multilateral del segundo tipo, podría concretarse en una combinación entre negociaciones multi- y bilaterales. En este caso, puede pensarse en negociaciones multilaterales que se limiten a los principios del primer nivel -los principios del GATT, las tres libertades (pagos, servicios, flujo de capitales), y algunas reglas para armonizar el mercado financiero. Si algunos países quieren avanzar más rápidamente con la integración pueden negociar bilateralmente. Sin embargo, excepciones bilaterales sobre acuerdos al nivel multilateral no deben ser permitidas.

Para el PA esta estrategia puede ser una forma atractiva de avanzar. De este modo podría evitarse el proteccionismo por falta de compromiso entre los cinco países y al mismo tiempo permitir a países como Colombia y Venezuela, o Perú y Bolivia, avanzar más rápidamente en procesos de integración bilateral.

Las negociaciones bilaterales son la mejor alternativa cuando una negociación multilateral sobre principios mínimos fracasa. En esta situación es probable que algunos países busquen la integración bilateral.

La estrategia de negociar respecto a terceros países se debe analizar a un nivel diferente. Si la integración del PA fracasa, este aún podría ser utilizado como un foro para armonizar las posiciones de los países en discusiones supranacionales, o para definir una

CUADRO 5
NIVELES Y ESCENARIOS DE INTEGRACION

	UNION ADUANERA	AREA DE LIBRE COMERCIO	INTEGRACION DE LOS MERCADOS NACIONALES
Escenario No. 1 Bilateral	- Posible	Posible	Improbable
Escenario No. 2 Multilateral	Posible	Improbable por falta de homogeneidad en el marco macroeconómico- En el interés de un gran mercado financiero	Improbable por falta de homogeneidad de: - Las instituciones comunes - Intereses
Escenario No. 3 Multi-Bilateral	Probable; se acepta la integración pragmática a un nivel supranacional y se definen otras posiciones bilateralmente	Probable; El mismo procedimiento que en el caso de la Unión aduanera pero con los temas definidos en el cuadro 3.1	Imposible por razones anteriores
Escenario No. 4 Posición común frente a terceros países	Opción muy pragmática para negociaciones específicas con otros bloques o naciones, o para un problema común con dimensión internacional (Lavado de dinero)	Imposible porque por definición un mercado común necesita una armonización dentro de un pacto.	Imposible por la misma razón

posición común frente a otros países u otros bloques en cuestiones específicas.

3.1.5 Ventajas competitivas

Se ha explicado cómo predominan en los sistemas financieros de los cinco países altos costos de administración, altos márgenes financieros y se cuenta con una banca especializada. Estas desventajas comunes hacen más homogéneas unas condiciones de negociación multilateral o bilateral, excepto cuando se mira la integración como un instrumento para hacer frente como bloque a otros mercados más competitivos (escenario 4).

Sin embargo, hay unas ventajas comparativas de Venezuela para cualquier negociación multilateral, en cuanto al grado de internacionalización de su sector financiero, su tamaño, y aún la modernización en términos de productos financieros e inversión de sistemas.

Por su parte, Bolivia parece haber avanzado mucho en cuanto al nivel de desregulación y algunos bancos peruanos tienen ventaja de tamaño.

Hasta aquí se aprecia una serie de ventajas y desventajas no claramente surgidas hacia alguno de los 5 escenarios.

3.2 ALGUNAS CONSIDERACIONES ADICIONALES QUE HACEN INCLINAR EL ANALISIS HACIA EL ESCENARIO DE NEGOCIACIONES BILATERALES MERCADO ABIERTO

3.2.1 La situación actual del Pacto Andino

Hay que tener en cuenta las dificultades actuales por las que atraviesa el Pacto Andino para considerar la mayor viabilidad del escenario bilateral:

- Perú y Venezuela tienen difíciles relaciones políticas después de los sucesos políticos en Perú en abril de este año. Esto ha trascendido a las negociaciones económicas en el seno del PA.
- Perú ha mostrado este año una posición inestable con respecto a las decisiones conducentes a una zona de libre comercio (cambiando con frecuencia de posición).

- Bolivia está muy inclinada a hacer parte de Mercosur (integrado por Argentina, Brasil, Uruguay y Paraguay).
- Ecuador, a raíz del cambio de gobierno, ha manifestado interés en dar nuevo impulso al PA.
- Chile, anterior socio del Pacto, tiene un enfoque de libre comercio hacia toda la región.

3.2.2 La participación de Colombia en Acuerdos de Libre Comercio

- Colombia y Venezuela han firmado un Acuerdo de Libre Comercio y la existencia de una zona aduanera es una realidad de gran dinamismo.
- Colombia también está negociando un Acuerdo de Libre Comercio con Chile.
- Colombia hace parte del Grupo de los Tres (con México y Venezuela), que también avanza en negociaciones sobre este aspecto.
- Con el nuevo gobierno ecuatoriano se perfila la posibilidad de un acuerdo en este país.

3.2.3 Colombia tiene una legislación financiera avanzada en materia de liberación financiera

- Con la ley 45 de 1990 se excluyeron las barreras de entrada al capital extranjero, después de los avances de la ley 74 de 1989.
- Esta Ley también eliminó muchas de las barreras a la entrada al sector financiero.

Este es un elemento favorable para el escenario 5.

De hecho, ya han iniciado operaciones en Colombia varios bancos extranjeros y están en proceso de entrar otros, particularmente de Venezuela.

En Colombia sólo hay oficinas de representación de bancos de países del PA, procedentes del Perú y de Venezuela.

3.2.4 Algunos bancos colombianos están celebrando alianzas estratégicas con bancos venezolanos para tener reciprocidad de operaciones en los dos países.

Todas las consideraciones anteriores hacen pensar que, de seguirse una estrategia de negociación (y no de mercado libre) en materia de servicios financieros, el escenario bilateral es el más conveniente para Colombia. Por otra parte, dicha táctica no debe restringirse a los países del Pacto Andino, después de impulsar una negociación con Venezuela, deberían seguir negociaciones con los países en los que están celebrando Acuerdos de Libre Comercio (Chile y México). Los otros países del PA podrían adoptar un plan de "seguidores" cuando los acuerdos bilaterales muestren sus buenos resultados.

Dentro de esta perspectiva se requiere de todas maneras mantener la consistencia entre las negociaciones bilaterales que se adelantan simultáneamente.

3.3 BASES DE NEGOCIACION EN CUATRO NIVELES DE RELACIONES TERRITORIALES

3.3.1 Condiciones que deberían cumplir las entidades financieras de países miembros del PA que aspiren a establecerse en Colombia

La ley 45 de 1990 coloca en igualdad de condiciones al capital nacional y al extranjero frente al sistema financiero colombiano. De manera que se cumple el principio de trato nacional. Para ello no se exige ninguna reciprocidad.

Así las cosas, las entidades financieras extranjeras deben cumplir los mismos requisitos de entrada y de operación que se exige a las entidades colombianas, sin ninguna contraprestación.

Estas normas son válidas para el establecimiento de filiales de entidades financieras extranjeras, no de sucursales. Se considera razonable mantener esta situación, mientras no se negocie la libertad de flujos de capital, pagos y servicios, y no se adopten patrones

comunes para las normas de supervisión y control en materia de coeficientes de solvencia y calidad de cartera.

3.3.2 Condiciones que aspirarían a exigir las entidades financieras colombianas para establecerse en países miembros

Como punto de partida, Colombia debería obtener en los otros países el trato nacional que ofrece en su territorio.

Esto significaría que las entidades colombianas puedan establecerse en el otro país si cumplen las condiciones que se exige a los nacionales (incluyendo autorización de la inversión, montos de capital, requisitos de profesionalismo y normas de operación y supervisión).

En una etapa más avanzada se puede negociar la libertad de cambios y la armonización de normas de operación y supervisión.

3.3.3 Condiciones para actuar en el espacio andino

Si algún país miembro del Pacto otorga una concesión especial a otro (diferentes de las salvaguardias convenidas en la negociación común), esta concesión debería aplicarse automáticamente a todos los otros países del Pacto. En otras palabras, a nivel andino debería regir el principio de la Nación Más Favorecida.

3.3.4 Condiciones frente a terceros países

Las relaciones bilaterales de un país miembro del Pacto con otro no miembro, que signifiquen un tratamiento diferente y especial, deberían hacer parte de las salvaguardias convenidas en la negociación.

3.4 SECUENCIA SUGERIDA PARA EL PROCESO DE INTEGRACION FINANCIERA

A modo de conclusión, y de manera esquemática, se sugieren los pasos previsibles en una negociación de esta naturaleza en la que pueda participar Colombia.

1. Prerrequisitos mínimos para que un país pueda entrar en un proceso de negociación de integración financiera

- Adoptar un modelo de liberación comercial

- Programa de estabilización inflacionaria
- Programa de privatización (si es aplicable)

2. Etapa preparatoria de las negociaciones

Cada gobierno y el sector privado respectivo deben predefinir el alcance y logros esperados del proceso de integración financiera, que conduzca a una oferta específica por país.

Definiciones previas en cada país

- Objetivos y principios . Acceso al mercado
- Transparencia
- Trato nacional
- Reciprocidad relativa o reconocimiento mutuo
- Cuáles servicios son susceptibles de negociación
- Identificación de ventajas y desventajas comparativas nacionales y regionales
- Nichos favorables para la banca nacional
- Predefinir salvaguardias
  - Excepciones
  - Cronograma

Definiciones fundamentales

- Tipo de integración deseado en el período establecido:

- Liberación de flujos de
  - capitales
  - cambios
  - pagos
  - oferta de servicios
- Libre comercio: liberación de flujos de + Concertación de capitales legislación sobre cambios inversión extranjera pagos servicios
- Integración mercados nacionales:
- Liberación de flujos de + Armonización de legislación capitales sobre inversión extranjera

cambios
pagos + Libre establecimiento
servicios + Normas mínimas de operación

- Definición de una estrategia de negociación sobre un escenario bilateral, multilateral o mixto

3. Etapas de negociación

- Pasos iniciales

• Conformar grupo de negociació sobre servicios financieros
- Sector público
- Sector privado

• Congelación de regulaciones nacionales adicionales
- Temas

1ª Fase: Negociación sobre la aplicación de los principios

- Armonización inicial de temas a partir de las posiciones comunes en GATTS

- Principios: Transparencia, Acceso al Mercado, Trato Nacional, Nación Más Favorecida.

- Salvaguardias y excepciones, asimetrías

- Gradualismo: cronograma de integración, liberalización progresiva

2ª Fase: Negociación sobre las características del tipo de integración

- Armonización de legislación sobre sistemas financieros

• Eficiencia y competencia
• Banca universal
• Fusiones, absorciones, transformaciones
• Liberación financiera, cambiaria y de capitales

- Armonización de legislación sobre inversión extranjera

• Apertura sucursales vs. filiales
• Manejo extraterritorialidad

3ª Fase: Profundización en el diseño del sistema financiero común

- Sistema de supervisión y garantías

• Capital mínimo

- Coeficientes de liquidez
- Coeficientes de solvencia
- Calidad de cartera
- Seguro de depósitos

- Relaciones entre los distintos agentes del sector financiero

- Intermediarios financieros
- Bolsas de valores
- Inversionistas institucionales

- Sistemas de coordinación entre las autoridades de control de los países

- Armonización de políticas macroeconómicas

- Monetaria
- Cambiaria
- Fiscal

4. Secuencia de ejecución de un programa

- Ejecución de pasos predefinidos en las negociaciones
- Evaluación y ajuste

Secuencia

A. Acuerdo entre los países del Grupo:

- Diseño de un sistema de información confiable sobre normas (y su aplicación)
- Conformación de comisiones bilaterales y/o multilaterales según la estrategia adoptada
- Modificaciones requeridas en las legislaciones
- Aplicación de normas mínimas de operación
- Armonización de políticas macroeconómicas

B. Acuerdos sobre terceros países

BIBLIOGRAFIA

Afcha G.: Desintermediación y liberación financiera en Bolivia (1980-88). En "Ahorro y Asignación de Recursos Financieros, Experiencias Latinoamericanas". Ed. Gunther Held, Cepal, 1990.

Arizaga A. y Bayas S.: "El Sistema Financiero Ecuatoriano de los Ochenta". En "Ahorro y Asignación de Recursos Financieros. Experiencias Latinoamericanas". Ed. Günther Held, Cepal, 1990

Bernal V.: "El TLC México-Estados Unidos-Canadá y su repercusión en la economía y sociedad mexicanas". Problemas del Desarrollo No. 87 (oct.-dic.1991).

Cecchini, P.: "Europa '92", Madrid (1988).

Correa C. M.: "Comercio internacional de servicios: perspectivas para los países en desarrollo", integración latinoamericana (1989) 151, 14, 3 - 12.

Fry M. J.: "Money, Interest and Banking in Economic Development". Johns Hopkins (1988).

García Gutiérrez L.: "El TLC México-Estados Unidos-Canadá: Integración y desigualdades regionales". Problemas del Desarrollo No. 87 (oct.-dic.1991).

Gatt, Trade in Services, Annex II (1991) Mimeo, Ginebra: "Integración Latinoamericana 158, Europa 1992: "Un desafío para América Latina", (diversos autores) (15/1990).

González B.: "Vista Preliminar del Acuerdo de Libre Comercio entre Canadá, Estados Unidos y México, Monetaria (enero-marzo 1992).

Guerrero M. F., 1992b, Convenciones que regulan el movimiento ilícito de capitales, estudio presentado en el XI encuentro latinoamericano de abogados expertos en derecho bancario, Santa Cruz de la Sierra, Bolivia, mimeo, Bogotá.

Hausmann R. y C. Stark: "Algunas consideraciones para la modernización del Sistema Financiero Venezolano". Revista Banco Central de Venezuela, V. 2 No. 3, (1987).

Hidalgo F., Peña Herrera E.: "Nuevo enfoque de las políticas cambiaria y financiera del Ecuador". Monetaria, Cemla, (oct.-dic.1987).

Khatkhate D. R. y Riechel K. W.: "Multipurpose Banking: Its nature, scope and relevance for less developed countries". Staff Papers, IMF (Sept. 1980).

Losada B.: "Aspectos Institucionales y Funcionales del Sistema Financiero Venezolano". En "Memorias Felabán". (marzo 1991).

Moncayo E., Salazar F.: "Estudio sobre las posibles repercusiones de las negociaciones sobre el comercio internacional de servicios en el sector bancario" (1991) mimeo, Bogotá.

Ocampo J. A., 1992 Developing Countries and the GATT Uruguay Round: A (Preliminary) Balance, mimeo, Fedesarrollo, Bogotá.

Pflücker J.: "Determinación de la tasa de interés y margen financiero". En: " Moneda. Banco Central de Reserva del Perú (agosto 1991).

Peñalosa W. T.: "La banca mexicana. Situación actual y perspectivas frente a la apertura de los Servicios Financieros". Comercio Exterior (junio 1989).

Reyna L. M.: "Integración Financiera en el Mercado del Grupo Andino". Revista Felabán, 3 Vol. 1 (1990).

Rocha J.: "La Ronda de Uruguay: Un hueso duro de roer", comercio exterior (1992) México, 42/3, 265-271.

Rodríguez C.: "De la banca especializada a la banca múltiple: Consideraciones Generales". En "Crecimiento Económico con Estabilidad Financiera". Banco Central de Venezuela (mayo 1990).

Seidal R. N.: "Reformadores americanos en el exterior. Las misiones Kemmerer en Suramérica (1923-1931)". Revista del Banco de la República (abril, 1973).

Serra Puche J.: "Principios para negociar TLC de América del Norte". Comercio Exterior (julio 1991).

Snape R. H.: "Is Non-discrimination Really Dead?", The World Economy (1988) 11/1, 1-18.

The World Bank: The financial sector and industrial structure and performance". En: "Colombia: Industrial Competition and Performance". (dec. 1989).

Thomson S.: "Integration Through Globalisation". Quarterly Review, National Westminster Bank, (feb.1992).

Varona C., J. M. .: "El GATS: Un acuerdo marco para los servicios", ICE (1991) 694,7-22.

Velásquez E.: "El proceso de asignación de recursos en Venezuela". En: "Sistema financiero y asignación de recursos. Experiencias Latinoamericanas y del Caribe". Ed. Carlos Massad. Cepal (1990).

Villa Gómez C.: "Los Servicios Financieros y el TLC" Discurso ante el Senado mexicano. (1991) Mimeo.

Winters L.A.: "The Road to Uruguay", Economic Journal, (1990) 100, 1288-1303

Zuleta L.A.: "Una Reforma Financiera para la Década del Noventa". En

"Apertura y modernización. Las Reformas de los noventa". Ed. E. Lora. Tercer Mundo, Fedesarrollo (1991).

COMENTARIO

*Javier Gómez Restrepo**

La integración financiera es una consecuencia, un corolario de la integración comercial. Por consiguiente, es preciso observar que no tienen ningún efecto práctico una liberación de servicios financieros entre países cuando no la ha antecedido un activo y libre comercio entre los mismos, O, por lo menos, se requiere una simultaneidad en ambos procesos.

Existe un consenso histórico en que lo que se busca o pretende con un tratado de libre comercio es no solamente la ampliación de los mercados y la expansión económica que permita un uso eficiente de los recursos, sino que el objetivo final es el de aumentar un bienestar económico por encima del que lograrían los países en forma individual. De ahí que la integración financiera, por lógica, además de la ampliación de los mercados, tiene el propósito de encontrar para las empresas financieras individuales, involucradas en el proceso, un crecimiento, una mayor expansión en sus actividades y naturalmente un mayor lucro.

Si miramos el hemisferio americano como un todo y pensamos en los propósitos de una integración comercial y financiera, anotamos que se presentan de bulto obstáculos grandes que determinan

* Presidente Banco Industrial Colombiano

que dicha integración solo sea un objetivo a muy largo plazo: existen, por ejemplo, grandes barreras geográficas entre países del cono sur con los situados al norte; es poca su actividad comercial; sus comunicaciones son muy deficientes; es marcada la diferencia de desarrollo entre países; hay grandes fluctuaciones en su estabilidad económica, en sus políticas monetarias, cambiarias y fiscales, etc.

La experiencia ha demostrado que los acuerdos de integración comercial han fracasado o se han estancado cuando existen notorias diferencias de desarrollo entre los países contratantes, y si para compensar dichas diferencias se convienen cláusulas de restricción o de salvaguardia, mientras éstas sean de mayor número y entidad, la integración será más precaria y lenta. No olvidemos que la antigua ALALC, hoy ALADI, creada en 1960, fracasó cuando los países de menor desarrollo de la región comprobaron que sus beneficios se concentraban en países más avanzados como México, Argentina y Brasil.

Iguales tropiezos se han presentado cuando el proceso de integración ha sido realizado por el sector público sin el necesario acompañamiento de la empresa privada, sin la colaboración y conocimiento que de los mercados tienen los verdaderos agentes económicos de los países. Basta recordar que, por esta razón, el Pacto Andino fue, durante varios años, y hasta hace poco, un simple esquema tecnocrático sin efectos benéficos reales.

Por consiguiente, no hay duda de que la integración comercial y en consecuencia la financiera, debe hacerse en forma gradual y por países que presenten circunstancias favorables homogéneas, aceptación de la economía de mercado y la competencia, intercambio comercial de importancia, cercanía geográfica, buenos y oportunos sistemas de comunicación, compatibilidad de sus esquemas políticos y, una vocación cierta de armonizar sus políticas macroeconómicas. Como la inestabilidad cambiaria juega un papel preponderante en contra del proceso de integración, es necesario encontrar procedimientos que minimicen este riesgo. Los ejemplos de Venezuela y Ecuador con su reciente devaluación, mientras Colombia realizó una revaluación, muestra a las claras los peligros que es necesario evitar en la prestación de los servicios financieros o las inversiones transfronterizas. Escollos como la libre conver-

tibilidad de las monedas y el libre flujo de capitales requieren de armonización.

Por las razones anteriores y a pesar de las observaciones anotadas, consideramos que marcha en forma satisfactoria la integración con Venezuela, pero seguramente se presentarán más dificultades en la que se pretende con México.

Por las condiciones propias de cada país latinoamericano y las disparidades que se presentan actualmente en el tratamiento de fenómenos tan complejos como el de la lucha contra la inflación, la estabilidad monetaria, el control de los déficit fiscales, etc., estamos muy lejos de alcanzar en el hemisferio desarrollos como los de la Comunidad Europea que ha avanzado bastante en campos tan difíciles como el de establecer una unidad monetaria común y en crear tribunales de justicia con competencia para dirimir conflictos de particulares de distintas nacionalidades.

Concretándonos a la integración financiera dentro de los cinco escenarios de negociación posibles, propuestos por el doctor Zuleta, la situación de Colombia es bien particular y en cierto sentido desventajosa frente a cualquier acuerdo que se proponga. Porque en virtud de la Ley 45 de 1990, cumplidos ciertos requisitos mínimos de capital, coeficientes de liquidez, etc., cualquier inversionista o entidad financiera de cualquier parte del mundo puede realizar actividades financieras en Colombia; comprar parte o todo un banco u otra institución financiera, o fundarla en el país, con el ciento por ciento de capital extranjero. Dedicarse a banca especializada, corporativa o personal, o universal a través de filiales.

Mayor apertura de un país en materia financiera es difícil de encontrar. Por consiguiente, mal podemos hablar en Colombia de negociar el grado de integración financiera con cualquier país , mediante acuerdos bilaterales, multilaterales o mixtos, cuando por disposición legal ese país puede entrar a nuestro mercado sin que por parte de Colombia se exija reciprocidad al respecto. Si ésto es así, cabe la pregunta de, ¿Qué puede negociarse en el ámbito de la integración financiera con México, cuando cualquier banco mexicano puede establecerse en Colombia o comprar parte o todo el capital

de cualquiera de los bancos existentes, operación que a la inversa, ningún banco colombiano está en condiciones de realizar?.

Yo abrigo mucho temor de que esta absoluta apertura de Colombia, en un sector que como el financiero es de tamaño relativamente reducido, pueda traer efectos nocivos en el futuro, cuando nuestra banca tenga que enfrentarse a prácticas de dumping de precios de servicios financieros de entidades poderosas que se establezcan en el país y saquen del mercado buen número de nuestras instituciones. México por lo menos, impuso cláusulas muy restrictivas en la actividad financiera que regirán por un período de transición de ocho años en el acuerdo suscrito con Canadá y los Estados Unidos, preservando el antiguo principio de que el ahorro nacional no sea usufructado, en su mayor parte, por el capital extranjero.

Pero no se crea que estamos abogando por la persistencia de un mercado financiero cautivo, aprovechable solo por nacionales. La amplia liberación de servicios financieros permitida por nuestra normatividad, no es criticable "per-se"; ella es benéfica para nuestro desarrollo, y demos por aceptado que es conveniente para mejorar la eficiencia del sistema financiero colombiano. El error fue haberla hecho, sin el gradualismo requerido en el tiempo y sin las restricciones exigidas y conseguidas, por ejemplo, por los negociadores mexicanos en su reciente convenio con Estados Unidos y Canadá. Pero, sobretodo, lo más peligroso de nuestra apertura es haberla concedido sin haber exigido reciprocidad en la vigencia del principio de "trato nacional" con los países extranjeros. En síntesis, y en materia financiera, entregamos todas nuestras cartas sin empezar el juego.

II

LA POLITICA MACROECONOMICA DE COLOMBIA

REFLEXIONES SOBRE EL MANEJO MACROECONOMICO EN COLOMBIA

*Roberto Junguito Bonnet**

1. INTRODUCCION

Tal como el título lo indica, este informe busca hacer algunas reflexiones sobre lo que ha sido la política macroeconómica en el año en curso y los retos y dilemas que se visualizan en el futuro inmediato. En ningún caso pretende, ni podría ser, una versión "oficial" de los elementos y justificaciones de la política macroeconómica, tema que le corresponde al Ministro de Hacienda. Tampoco es un estudio de tipo académico que fundamentándose en modelos económicos y datos empíricos busque hacer aportes al conocimiento de la economía colombiana. Representa tan sólo una interpretación personal de los elementos básicos de la política macroeconómica vigente y el planteamiento de los dilemas futuros tal como los visualiza uno de los economistas que ha tenido el privilegio y el reto de desempeñarse como Miembro de la Junta Directiva del Banco de la República.

2. ASPECTOS INSTITUCIONALES

Como marco de referencia para el análisis se debe destacar la inmensa trascendencia que tiene para la formulación de la política macroeconómica el nuevo entorno constitucional, que asigna a la

* Miembro de la Junta Directiva del Banco de la República.

Junta Directiva del Banco de la República la responsabilidad de "defender el valor adquisitivo de la moneda" y que la consigna como "autoridad monetaria, cambiaria y crediticia". Esta situación hace que la política monetaria y cambiaria se adelante por parte de una Junta Directiva independiente, en la que, sin embargo, participa y preside el Ministro de Hacienda, mientras que otras áreas fundamentales de la política macroeconómica como la fiscal, comercial y salarial queden en la órbita gubernamental, con el concurso del Congreso de la República.

El nuevo entorno macroeconómico tiene la ventaja potencial que brinda una banca central independiente. Dicha ventaja radica, según la literatura económica, en la idea que al encontrarse más libres de las presiones políticas, las autoridades están en capacidad de ejecutar una política monetaria, sin los vaivenes que originan los afanes del momento (i.e. el financiamiento al gobierno, o el apoyo inmediato a empresas en dificultades) y que debe traducirse en menores ritmos de inflación. Swioburne y Castello-Branco[1]. Para su éxito, sin embargo, el esquema de la banca central independiente deben cumplirse las condiciones que su independencia sea real y no formal y que sus decisiones sean transparentes. Debe existir, no obstante, una adecuada coordinación con las otras áreas de la política económica que no están a su cargo.

Aunque en el caso colombiano la independencia real está supeditada, en últimas, a las condiciones que fije el Congreso en las leyes que cursan sobre el Banco de la República y sobre el Sector Financiero, puede afirmarse categóricamente que el espíritu y las disposiciones de la Constitución y la propia experiencia de trabajo durante el primer año de la Nueva Junta indican que esta es una realidad. No sólo se ha consagrado a la Junta Directiva como autoridad monetaria y cambiaria, sino que en el campo más debatible del financiamiento al gobierno, la Constitución establece que esta sólo se puede extender con el apoyo unánime de los miembros, al tiempo que prohíbe que el Banco Central extienda créditos al sector privado, diferentes, claro está, de su función de prestamista de última instancia (apoyos de liquidez) al sistema financiero. Más aún, las características propias de un cuerpo de cinco miembros de dedicación exclusiva (sólo dos de los cuales pueden ser removidos en cada administración), así como las decisiones internas de la

Junta de adoptar sus medidas por mayoría simple, sin prerrogativas para el Ministro de Hacienda, aseguran tal independencia.

Ahora bien, en cuanto se refiere a la coordinación, cabe destacar que ésta es exigida por la Constitución al establecer textualmente que la Junta debe desarrollar sus funciones mediante disposiciones de carácter general y "en coordinación con la política económica general". Aunque este tema ha venido siendo debatido intensamente y es preocupación central del Congreso, la realidad es que tal coordinación se ha venido desarrollando adecuadamente en la práctica del nuevo esquema constitucional. Naturalmente, el principal medio de coordinación de la política macroeconómica en Colombia es la participación, como Presidente, del ministro de Hacienda en la Junta Directiva. Además de ello, se han venido haciendo repetidos esfuerzos de coordinación a través del intercambio de información con el gobierno y, sobre todo mediante los ejercicios de Programación Financiera a través de los cuales se analiza de manera cuantitativa la coherencia entre la política monetaria, cambiaria y fiscal en función de la meta de inflación, conviniéndose los ajustes en cada uno que hagan viable el cumplimiento de la meta.

El Congreso de la República ha buscado formalizar dicha coordinación al establecer que la política económica general con la cual deben coordinarse las acciones del Banco es la prevista en el Programa Macroeconómico aprobado por el CONPES. Si bien es entendible el propósito del Congreso y el mecanismo propuesto tiene la ventaja de referir la coordinación a la política que se defina en un documento concreto del gobierno, ésta tiene la doble dificultad, primero, de ignorar que las propias políticas monetaria y cambiaria hacen parte de la política económica general, falla atribuible a la redacción en la propia Constitución, y, segundo, y, más importante aún, de impedir que unos eventuales propósitos gubernamentales inconsistentes con el mandato constitucional de controlar la inflación puedan ser rechazados. De ahí la importancia de haberse complementado el texto con la idea que la coordinación debe llevarse a cabo siempre que no comprometa la obligación de

velar por el poder adquisitivo de la moneda. Esto garantiza la independencia del banco central, a la vez que exige dentro de lo posible la coordinación.

3. LA META DE INFLACIÓN

Dado el mandato constitucional de defender el poder adquisitivo de la moneda, el principal objetivo de la Junta Directiva del Banco de la República es el control de la inflación. El esquema institucional utilizado para el efecto ha sido el de señalar una meta anual de inflación, que con la Ley del Banco se convierte en obligación legal, y la de diseñar el conjunto de medidas monetarias, cambiarias y fiscales que resulten coherentes con la meta de inflación establecida y con las tendencias de crecimiento de la economía colombiana. Esto se logra a través del sistema de programación financiera referido en la sección anterior.

La programación financiera es un esquema de consistencia contable utilizado tradicionalmente por el Fondo Monetario Internacional y puesto en práctica en Colombia desde mediados de los ochentas por medio del cual se pueden analizar los impactos de la política cambiaria, de tasas de interés y fiscal a través de su incidencia en las cuentas financieras consolidadas de la Nación. Tal como ha venido siendo utilizado por las autoridades en el año en curso, el sistema permite responder a preguntas como cúal es el déficit público consolidado consistente con un manejo dado de la tasa de cambio y de las tasas de interés; es decir, con un incremento esperado de las reservas internacionales; con los esfuerzos de esterilización a través de las operaciones de mercado abierto y un aumento dado en los medios de pago. O, por el contrario, a interrogantes como cúal tendría que ser la tasa de interés interna y los esfuerzos de esterilización monetaria, dado un programa fiscal del gobierno y una evolución cambiaria.

Desde el punto de vista de inflación, que es el tema que esta sección aborda, cabe destacar que la programación financiera tal como ha venido siendo aplicada presupone una relación directa entre el crecimiento de los medios de pago y el aumento de precios. En la medida que los determinantes de la inflación en Colombia difieran del modelo implícito en la programación, las políticas adoptadas pueden resultar insuficientes para el logro de la meta in-

flacionaria. Esto es especialmente cierto cuando existe una inercia inflacionaria, que se identifica en la medida que un importante determinante de la inflación es la propia inflación registrada en el pasado, Fedesarrollo[2], Carrasquilla[3].

Los análisis retrospectivos de la inflación en el caso colombiano ilustran no solo que éste ha sido un país característico de inflación "moderada" y sostenida durante varias décadas, Dornbusch[4], sino además que los orígenes de las presiones inflacionarias han estado vinculados tanto con elementos fundamentales, como es el impacto inflacionario del déficit fiscal o el crecimiento de la base monetaria debido a *"booms"* externos, como de elementos vinculados con inercia inflacionaria e indización retrospectiva como ocurre con los salarios. Es así como, por ejemplo, la inflación de los años setentas la explica el Banco Mundial[5] en función de la indización, en tanto que la de fines de los años ochentas por una inconsistencia entre el ritmo de devaluación nominal y la política fiscal y monetaria.

Tales consideraciones de la experiencia sugieren que en el caso colombiano no ha predominado exclusivamente ni el enfoque de presiones inflacionarias originado en factores fundamentales como el déficit fiscal, ni el relacionado con expectativas; manejo de variables nominales (tasa de cambio, salarios), ni institucionales como la indización. Estos resultados, por lo demás, se confirman con modelos econométricos que señalan que la expansión monetaria "explica" cerca 50% de las presiones inflacionarias Urrutia[6], y con aquéllos que atribuyen la inflación a factores de inercia Carrasquilla[3] o al gasto público Suescún[7].

Estos determinantes de la inflación están siendo analizados en la actualidad por la Junta y las modificaciones que surjan en el modelo tendrán repercusión significativa, sin duda, tanto en la especificación de la propia meta de inflación anual, como en el grado y el tipo de instrumentos de ajuste macroeconómico requeridos para el cumplimiento de la meta. Algunos especialistas argumentan que la política de estabilización debe incluir, además de las medidas cambiarias, tributarias y monetarias, disposiciones explícitas para disminuir las expectativas de inflación como serían una política de ingresos y salarios Carrasquilla[3], o el preanuncio de la devaluación cambiaria Carrasquilla[3], Cárdenas[8].

Otros (entre los que se cuenta el suscrito), consideran que lo esencial es que las políticas adoptadas sean suficientemente fuertes y consistentes para hacerlas creíbles y conducentes al cumplimiento de las metas, aunque ello naturalmente implica presiones deflacionarias. En la Gráfica 1 adjunta tomada de Carrasquilla se ilustra como la inflación sí ha podido reducirse en Colombia frente a las "expectativas inflacionarias" en períodos cuando los ajustes, especialmente el fiscal, han sido decididamente fuertes.

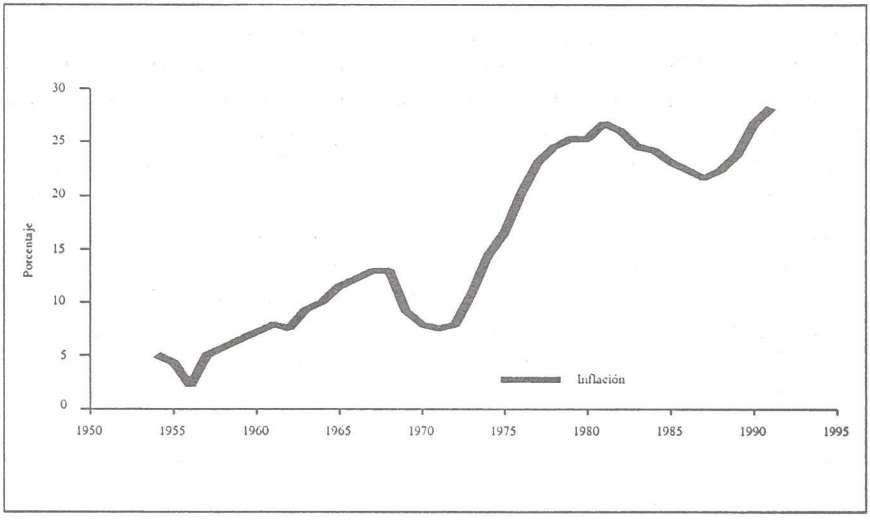
En todo caso, la discusión anterior ilustra claramente como el cumplimiento de las metas inflacionarias dependen no solo de las herramientas de política asignadas a la Junta del Banco de la República, sino también de la política fiscal, e inclusive de la salarial y la de los precios de los servicios públicos que pueden incidir en las expectativas. Esta consideración no sólo relieva la importancia de la coordinación y consistencia de las políticas, sino que plantea el interrogante de cúal debe ser la posición de la Junta en el evento que la política fiscal resulte inconsistente con el manejo cambiario y las metas monetarias. Las alternativas de la Junta, en tales condiciones, serían la de modificar su meta inflacionaria o la de reforzar por la vía cambiaria y de esterilización de recursos la desalineación fiscal. En ambos casos y después de agotadas las posibi- lidades de coordinación parece apropiado recurrir, por la vía del Congreso, a explicar a la opinión pública los motivos detrás de las acciones adoptadas.

4. LA POLITICA CAMBIARIA

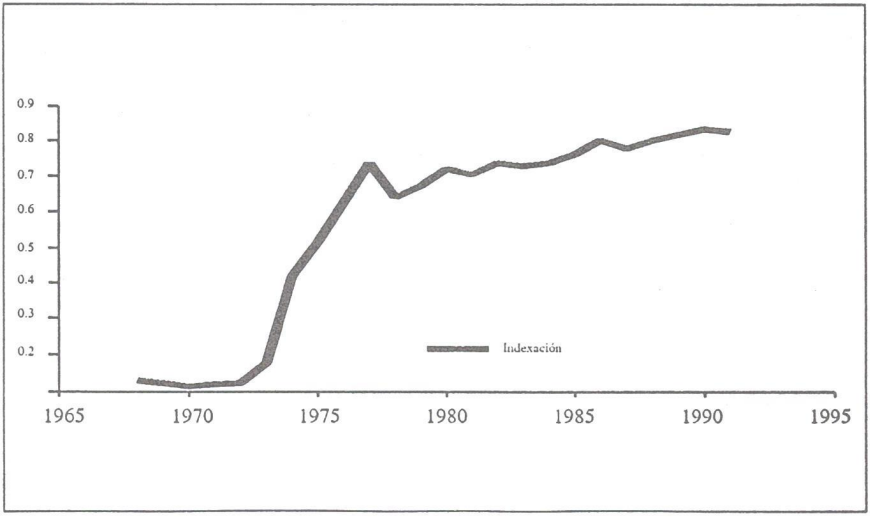
En el área de la política cambiaria, la Constitución distribuye las funciones entre el gobierno y la Junta Directiva. Establece que el gobierno fijará el Régimen Cambiario, en tanto que consigna a la Junta como autoridad cambiaria. Aunque la definición precisa de lo que implican tales responsabilidades dependerá, en últimas, de las funciones que la Ley del Banco de la República y de Intervención del gobierno en el sector financiero asignen al gobierno y al Banco, en principio se considera que la definición del Régimen Cambiario tiene que ver con el grado y tipo de libertad cambiaria que debe regir, en tanto que en su función de autoridad cambiaria la Junta tendrá a su cargo la intervención del Banco de

- GRAFICO 1

INFLACION COLOMBIANA / PROMEDIOS MOVILES 5



- COEFICIENTE DE INDEXACION / 1968-1991



la República en el mercado y, por lo tanto, la fijación de la tasa de cambio.

Dentro de tales criterios puede decirse que, actualmente, el Régimen Cambiario, por solicitud del gobierno, quedó definido en la Ley 9 de 1991 y que éste es de tipo mixto, en el cual hay libertad cambiaria en la cuenta de servicios, pero intervención selectiva y discrecional en las otras partidas de ingresos y egresos de divisas comprendidas en lo que la Resolución 57 de la antigua Junta Monetaria denominó como "el mercado cambiario". Ahora bien, en cuanto compete a la Junta como autoridad cambiaria cabe anotar que ésta mantuvo un sistema de fijación de tasa de cambio que combina la publicación diaria de una cotización del Banco de la República cuyo único efecto práctico directo es anunciar la tasa a la cual el Emisor está dispuesto a redimir los certificados de cambio a su maduración, con un elemento de mercado cual es el de entregar contra la venta de divisas (y a recibir para su compra) un documento representativo de divisas, el certificado de cambio, con vencimiento a un año y de libre negociación en el mercado.

Desde el punto de vista cambiario, el sistema vigente imprime un elemento de mercado en la medida que los certificados se negocian a un descuento variable frente a la tasa del Banco de la República, al lado de un elemento de intervención originado en el impacto en la tasa de mercado del ritmo de devaluación nominal de la tasa del Emisor. Tal como opera actualmente el sistema, el Banco de la República está dispuesto a redimir los certificados de cambio recién emitidos si el descuento supera el 12.5%. No sobra agregar, tampoco, que el certificado de cambio además de su papel cambiario cumple la función monetaria de esterilizar recursos y en magnitudes significativas, si se tiene en cuenta que hoy en día, se encuentran certificados en circulación por más de US$1.500 millones.

Descrito el sistema de formación de la tasa de cambio de mercado y el mecanismo de intervención del Banco Emisor procede a analizar la política de manejo de la tasa de cambio en Colombia. Se puede afirmar que la política adoptada por parte de la Junta ha tenido como objetivo central el logro de una meta dada de tasa de cambio real, que en el caso concreto colombiano corresponde al logro

de un Indice de Tasa de Cambio Real alrededor de 100.0 (con base en 1986 = 100). Se ha considerado con base en estudios de Carrasquilla[9] que dicho nivel representa uno cercano al "equilibrio" para la economía en el mediano plazo; esto es, a aquélla tasa que refleja la relación de precios comerciables y no comerciables que permitiría eliminar la acumulación de reservas implícita en la cuenta corriente y que logre simultáneamente un equilibrio de los no comerciables. En efecto, un nivel ligeramente inferior del ITCR fue el que rigió en años como 1987-9 cuando la cuenta corriente era nula, y se estima que corrigiendo el nivel de equilibrio de ese entonces por factores como la apertura económica y la pérdida en términos de intercambio llevaría a considerar el nivel actual como el más adecuado. Otros estudios disponibles llegan a conclusiones similares en torno a la tasa de equilibrio. Un estudio reciente de Ruíz[10] fundamentado en el enfoque de elasticidades de la balanza de pagos estima que la subvaluación del peso a finales de 1990 era del 13%, momento en el cual el ITCR era de 116. De otro lado, los trabajos de Herrera[11] basados en descomposición de las series estadísticas de la tasa de cambio efectiva real identificó una subvaluación para fines de 1990 del 20%.

En este contexto vale la pena preguntarse, en primer término, si resulta adecuado en la situación de la economía colombiana establecer una regla cambiaria en términos del índice de la tasa real de cambio. A su favor se argumenta en la literatura económica i.e., Frenkel[12], que ello evita que se presenten grandes fluctuaciones en la tasa de cambio con repercusiones negativas en el equilibrio externo y que ésta puede proveer un ancla a las expectativas inflacionarias al proveer información sobre la evolución de los precios relativos. En su contra, se parte del principio que en razón de las dificultades de establecer correctamente la tasa de equilibrio de mediano plazo, esta regla puede conducir a un desequilibrio permanente cambiario y, más importante aún, se le critica porque al pretender cumplir con una meta de tipo real con un instrumento nominal como es el ritmo diario de devaluación se abandona, en una economía pequeña y abierta, la posibilidad de anclar el nivel de precios doméstico. En fin, los análisis de las

implicaciones de establecer reglas de tasa de cambio real concluyen que las autoridades monetarias pueden perder capacidad de controlar la inflación.

En defensa de la política seguida por la Junta Directiva del Banco puede afirmarse que los aspectos negativos atribuibles a una regla de tasa de cambio real no son totalmente aplicables. De una parte, tal como se consignó atrás, son varias e independientes pero coincidentes los estudios que se han hecho sobre el nivel de la tasa real de cambio de equilibrio de mediano plazo lo que da cierta seguridad sobre la meta escogida. Por lo demás, los propios resultados de ajuste de la cuenta corriente de la balanza cambiaria, que muestran una desaceleración en el crecimiento de exportaciones e incremento de las importaciones están en línea con el manejo de la tasa real de cambio. Por otra parte, en la medida que la dirección del ajuste de la tasa real de cambio y de la devaluación nominal ha sido descendente se podría argumentar que la regla cambiaria ha sido coherente con el propósito de reducir la inflación.

Descrito el criterio o regla de fijación de la tasa de cambio corresponde estudiar los regímenes alternativos de manejo cambiario. En particular parece importante analizar, a la luz de la experiencia internacional reciente, las ventajas y desventajas de establecer sistemas como la libre flotación; o la fijación de una tasa nominal constante como ancla, frente al sistema de bandas con intervención selectiva del Banco Central. A pesar que existe un consenso en el sentido que la tasa de cambio debe ser flexible a las condiciones del mercado; es claro que la libre flotación, en presencia de flujos especulativos de capital como los que se han venido registrando en América Latina, podrían conducir a una subvaluación significativa con impactos negativos en el sector externo. A su vez, la fijación de una tasa nominal constante como ancla, Edwards[13], que sería el esquema más favorable desde el punto de vista inflacionario y el de "moda" dado su establecimiento en Argentina no parece, por iguales motivos al caso anterior, ser la terapéutica indispensable en países de inflación moderada, Dornbusch[4].

Estas consideraciones dejan al esquema de bandas como la alternativa más atractiva ya que facilita la operación del mercado pero dentro de unos rangos establecidos que defendería el Banco

Central con sus intervenciones. A este respecto cabe señalar que, de cierta forma, este es el esquema colombiano adoptado con los certificados de cambio, ya que explícitamente se fija una banda inferior, definida por un descuento del 12.5%, al cual el banco estaría dispuesto a redimir los certificados recién emitidos y si se considera, además, que existiría una banda superior máxima que corresponde a una situación donde no requiera descuento alguno en los certificados. En los rangos intermedios, el banco está autorizado legalmente para intervenir.

A la luz de la literatura económica analizada atrás, conviene efectuar una evaluación del sistema de certificados de cambio vigente en Colombia. Puede, en primer término, decirse que éste fue instrumental para revaluar sin traumatismos la tasa de cambio a los niveles requeridos del ITCR, al tiempo que ha facilitado la esterilización de recursos postergando la monetización de las reservas internacionales. Tiene el inmenso defecto de dificultar que se pueda lograr simultáneamente la regulación de las tasas de interés domésticas e internacionales y el nivel deseado del ITCR, pues el descuento que iguala las tasas de interés resulta inferior al requerido para el ITCR establecido como meta. Idealmente, el esquema de certificados deberán, sin traumatismos, dar paso al esquema de bandas pero ello está supeditado a que se corrija de antemano la acumulación de reservas. Para terminar cabe anotar que, en cuanto hace al manejo de la tasa de cambio y el logro del ITCR escogido como meta ésta se ha podido lograr adecuadamente, según se ilustra en el Cuadro 1.

5. POLITICA MONETARIA Y TASAS DE INTERES

El manejo de la política monetaria ha buscado compatibilizar el logro de un crecimiento de los medios de pago M1 consistente con la meta de inflación, con el propósito de rebajar las tasas de interés. El criterio básico para juzgar dicha compatibilidad ha sido la demanda por dinero. Basados en investigaciones realizadas por Suescún[14] y Herrera[15] quienes han identificado que la demanda por saldos líquidos es una función estable dependiente de las tasas de interés; el crecimiento de la economía y el propio índice de inflación, se ha identificado que un crecimiento anual de los medios de pago entre un 30% - 35% sería coherente con un crecimiento

● **CUADRO 1**

INDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL DEL PESO COLOMBIANO
COMERCIO GLOBAL SIN CAFE DEFLACTADO POR PRECIOS DEL PRODUCTOR
Diciembre 1986 = 100

	PERIODO	PROMEDIO 1/	FIN DE 2/	TASA DE CAMBIO FIN DE ($ / US$)		
				B. DE LA R.	TCRK*	DCTO
1991	Enero	113.70	112.62	576.96	-	-
	Febrero	113.69	111.96	588.63	-	-
	Marzo	110.66	108.39	598.46	-	-
	Abril	108.37	106.97	608.15	-	-
	Mayo	108.16	107.23	618.61	-	-
	Junio	106.99	103.73	628.82	614.01	2.35
	Julio	103.55	100.26	639.37	596.76	6.66
	Agosto	101.93	101.68	652.11	609.87	6.48
	Septiembre	108.19	108.81	667.18	648.94	2.73
	Octubre	109.91	106.57	679.30	645.56	4.97
	Noviembre	107.80	107.22	694.70	649.23	6.55
	Diciembre	106.25	105.52	706.86	631.63	10.64
1992	Enero	105.15	103.30	716.70	644.04	10.14
	Febrero	101.54	99.28	725.10	633.91	12.58
	Marzo	100.27	99.17	733.34	641.59	12.51
	Abril	100.26	99.26	741.66	653.83	11.84
	Mayo	100.00	99.12	750.08	660.99	11.88
	Junio	101.94	104.32	758.62	697.57	8.05
	Julio	105.69	104.17	767.22	705.14	8.09
	Agosto	104.61	103.48	775.94	691.68	10.96
	Septiembre	104.02	103.13	784.75	702.81	10.44
	Octubre					
	Noviembre					

● **Inflación Mensual Interna estimada de 1.0% y Externa de 0.91%**

Octubre / 92	PROMEDIO	FIN DE			
1	103.88	102.62	785.23	699.70	10.89
2	104.14	103.14	785.62	703.08	10.51
5	104.47	103.86	786.11	710.22	9.65
6	104.36	102.80	786.57	704.52	10.43
7	104.23	102.48	786.98	703.66	10.59
8	103.99	101.55	787.39	702.71	10.75
9	103.81	101.56	787.71	704.06	10.62
13	103.65	101.36	788.17	701.86	10.95

* Entre julio y noviembre de 1991 se aplicó a la Tasa de Cambio del Banco de la República el descuento promedio ponderado de los Certificados de Cambio negociados en la Bolsa de Bogotá.

1/ Las Tasas de Cambio corresponden al promedio aritmético mensual. En el mes de octubre de 1992 se refieren al promedio de los días transcurridos hasta la fecha del cálculo.

2/ Las Tasas de Cambio son las del día de cálculo.

económico del 2.5% y una inflación inferior al 25%, siempre que, como de efecto se ha hecho, Cuadro 2, se logren reducir las tasas de interés a la mitad de lo que venía rigiendo a mediadosde 1991. Esta discusión ilustra, además, que la demanda por dinero se incrementa significativamente cuando se reducen las tasas de interés, de tal suerte que para lograr un adecuado control de la inflación en un año como 1992 no se requería mantener un crecimiento de los medios de pago similar al de la meta de inflación como se ha sugerido ante la opinión pública.

Tal como lo señala la literatura económica, sin embargo, si bien es cierto que al rebajar las tasas de interés se incrementa la demanda por dinero, en últimas, las autoridades deben escoger entre controlar los medios de pago o algún otro indicador de crecimiento monetario y la reducción de las tasas de interés, pues no es posible simultáneamente controlar la cantidad y el precio, Leone[16]. Esta disyuntiva, tiene que ver con las ventajas relativas de una u otra meta y, en general, con la conveniencia de esterilizar el crecimiento de los medios de pago con operaciones de mercado abierto. Los escritos recientes de Calvo[17] ponen en duda la conveniencia de esterilizar cuando el origen del desequilibrio es la acumulación de las reservas internacionales y cuando el instrumento utilizado para esterilizar son Operaciones de Mercado Abierto logradas mediante el incremento de tasas de interés que provoca un diferencial frente a las externas y promueve flujos de capital.

Podría decirse que fue la anterior disyuntiva, entre otros motivos, que condujo a la Junta Directiva del Banco de la República a mediados del año pasado a modificar la política entonces vigente de la antigua Junta Monetaria y que estaba dirigida a cumplir estrictamente con una meta monetaria, a costo de elevar las tasas de interés. El cambio de política introducido tuvo como fin reducir las tasas de interés internas para desincentivar los flujos de capital, y evitar que éstos se tradujesen en expansión monetaria o en presiones revaluacionistas en la tasa de cambio. Además, dicha baja serviría de estímulo a la inversión.

Los flujos de capital se presentan cuando existen condiciones económicas objetivas que hacen atractivo su movimiento y se dan no obstante el régimen de control que exista sobre éstos. Al respec-

CUADRO 2
TASAS DE INTERES PROMEDIO MENSUAL - BANCOS
EFECTIVA ANUAL

MES	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
			CAPTACIONES				
01	34.37	31.02	30.62	31.39	33.21	33.80	32.16
02	30.76	29.89	32.63	32.10	33.23	33.22	28.20
03	30.49	29.58	33.40	32.44	33.20	34.97	27.93
04	30.05	29.31	34.18	32.64	33.91	35.80	26.09
05	30.30	29.38	34.59	32.49	34.32	35.14	23.35
06	30.17	29.10	34.16	32.75	34.43	34.96	22.06
07	30.64	29.99	34.58	32.62	35.63	35.19	21.71
08	30.76	30.22	34.22	32.52	35.36	36.73	25.27
09	30.70	30.54	31.33	32.32	35.73	37.58	27.20*
10	30.92	31.02	30.87	32.87	35.86	36.85	
11	31.37	31.95	30.93	33.05	35.92	36.99	
12	31.13	31.83	31.33	33.14	36.29	35.92	
			COLOCACION				
01	42.56	40.81	41.72	39.80	42.09	45.23	44.14
02	39.07	40.34	41.81	41.58	42.00	44.91	40.99
03	39.28	40.70	42.19	42.22	42.29	44.83	40.73
04	38.79	40.00	42.68	42.33	42.75	45.90	40.74
05	39.39	40.81	42.79	42.44	42.82	46.36	39.51
06	39.38	40.21	42.79	42.93	43.28	45.15	34.77
07	39.99	40.01	42.85	42.47	43.84	44.63	32.75
08	39.89	40.31	42.56	42.29	44.11	46.41	34.02
09	40.46	40.48	39.86	42.21	43.94	47.44	34.96*
10	40.32	40.84	39.50	42.15	44.90	47.60	
11	40.85	41.36	40.57	41.81	44.58	47.54	
12	41.20	41.45	39.64	41.57	45.09	46.37	

* Incluye hasta el 11.

Fuente: Encuesta semanal de la Superbancaria.

to, para explicar el proceso de ingreso de capitales que se viene presentando en América Latina y que se ha traducido en revaluaciones cambiarias en la mayoría de los países, Calvo[17] destaca las condiciones macroeconómicas de reformas estructurales políticas y económicas, que han hecho atractiva la inversión en Latinoamérica, aunque argumenta que el flujo de capitales ha obedecido a factores externos relacionados con el lento crecimiento de los países desarrollados y las bajas tasas de interés en Estados Unidos. Más aún, la experiencia internacional reseñada por Mathieson y Rojas[18] indica que durante las etapas tempranas de estabilización y reformas estructurales los residentes tienen fuertes incentivos para repatriar capitales, así sea cierto que la sostenibilidad del programa sea incierta.

Aunque hay un reconocimiento que los controles a los capitales pueden tener el efecto de retardar la respuesta de los agentes económicos a los incentivos para movilizar capitales, la experiencia de los países industrializados señala que diferenciales significativos en las tasas de interés hacían rentable para las empresas y los individuos incurrir en los costos de identificar nuevos canales para movilizar los fondos haciendo estos poco efectivos. En países en desarrollo es, por lo demás, un hecho que la fuga de capitales se dio en presencia de controles significativos de capitales en todos los países.

Entre las condiciones económicas objetivas para incentivar el flujo de capitales la principal es el diferencial de tasas de interés. Desde el punto de vista conceptual se argumenta que las tasas esperadas de retorno entre países juegan un papel fundamental en las decisiones de los inversionistas para movilizar el capital internacionalmente. Para el caso Latinoamericano reciente Calvo[17] identifica que de diferenciales bajos o negativos en los años ochentas se pasó a una situación de diferenciales positivos en los años noventas. Para el caso colombiano, Garay[19] reseña en detalle los resultados de los trabajos de Correa, Edwards, Carrasquilla, Herrera, Steiner-Suescún, Rodríguez y Urrutia que si bien no son unánimes, permiten concluir que los diferenciales de tasas de interés si han sido un determinante significativo de los flujos especulativos de capital.

De lo descrito atrás, se desprende que el freno a los ingresos especulativos de capital depende, ante todo, de una política macroeconómica que no estimule su entrada. Es necesario que no rija un

diferencial de intereses frente al exterior. En el caso colombiano se ha buscado la reducción del diferencial de intereses mediante la baja en las tasas de interés de las OMAS y por el control introducido a las tasas activas. Esta política tiene el costo de dificultar, mediante este mecanismo, la esterilización de la monetización de las reservas y de registrar la pérdida de independencia monetaria, Hanson[20].

El hecho que el cierre del diferencial de tasas de interés en Colombia no se haya traducido de manera más clara en los flujos especulativos de capital, implícitos principalmente en los ingresos de servicios de la balanza cambiaria (Cuadro 3) obedece, en primer término, a que solo hace muy pocos meses (y a raíz del control de las tasas activas) se pudo lograr el cierre del diferencial y a que, a lo largo del año y hasta hace algunos meses existían unas expectativas de revaluación que, es según la literatura MacDonald y Taylor[21], el otro ingrediente fundamental, adicional a la eliminación de los diferenciales, en el propósito de desincentivar los ingresos especulativos de capital. A este factor y a la estacionalidad de fin de año se ha atribuido, entre otras, la tendencia de aumento que han registrado las tasas de interés en las últimas semanas.

Como consecuencia de las políticas adoptadas en Colombia la realidad es que se ha tenido éxito en el manejo de las tasas de interés, pero que como resultado se han sobrepasado las metas monetarias indicativas implícitas en los cálculos de la demanda por dinero (ver Gráfica). No obstante, se ha considerado que son mayores las ventajas que presentan las rebajas en las tasas de interés que los costos implícitos en el riesgo de estimular las presiones inflacionarias y el incumplimiento de la meta de inflación por un crecimiento de los medios de pago superior al que aparecería como coherente según la demanda por dinero. Entre otros motivos, tal como se analizó en la sección sobre inflación, la evidencia empírica en Colombia señala que no hay una asociación muy significativa en el corto plazo entre el crecimiento de los medios de pago y la inflación, aspecto que, por lo demás, ha sido corroborado en los modelos más recientes desarrollados por Carrasquilla[3].

6. LA POLITICA FISCAL

Tal como se comentó en la sección introductoria de este trabajo, la política fiscal es responsabilidad exclusiva del gobierno y del

CUADRO 3

REINTEGROS POR SERVICIOS FINANCIEROS Y NO FINANCIEROS

1990	Turismo	Ingresos Personales	Otras Transferencias	Otros servicios no financ.	Servicios no financ.	Servicios Totales
Enero	7.421	27.620	39.240	16.038	90.319	110.661
Febrero	8.531	27.923	29.094	11.789	77.337	101.952
Marzo	10.402	31.998	44.561	17.901	104.862	126.937
Abril	7.777	25.999	49.585	13.750	97.111	119.954
Mayo	8.907	34.229	52.866	18.601	114.603	144.940
Junio	6.458	32.686	54.037	14.198	107.379	128.315
Julio	8.693	38.914	57.496	15.134	120.237	141.383
Agosto	15.033	59.095	49.280	26.588	149.996	172.626
Septiembre	15.241	57.845	49.215	18.637	140.938	161.747
Octubre	16.938	78.002	61.226	17.608	173.774	210.207
Noviembre	16.017	53.339	61.678	17.565	148.599	179.746
Diciembre	17.992	20.926	38.606	19.931	97.455	119.273
1991						
Enero	37.277	68.970	67.744	24.995	198.986	220.913
Febrero	29.637	109.904	68.769	26.935	235.245	264.324
Marzo	26.267	105.947	79.609	23.777	235.600	268.530
Abril	29.018	117.316	80.446	25.912	252.692	271.182
Mayo	21.418	127.658	80.999	33.034	263.109	296.241
Junio	8.670	62.961	64.134	28.165	163.930	184.995
Julio	6.154	34.614	84.578	18.401	143.747	172.100
Agosto	10.257	42.620	63.079	16.324	132.280	161.041
Septiembre	14.194	72.131	90.355	24.211	200.891	226.806
Octubre	62.095	65.513	79.079	62.692	269.379	318.805
Noviembre	61.600	26.976	55.481	28.108	172.165	204.212
Diciembre	58.794	30.465	77.633	43.987	210.879	236.652
1992						
Enero	114.511	34.924	103.596	42.168	295.199	332.399
Febrero	67.955	31.883	83.752	41.046	224.636	261.695
Marzo	87.352	43.444	101.691	45.763	278.250	309.729
Abril	75.665	46.400	89.951	44.661	256.677	290.544
Mayo	60.910	69.135	96.146	47.680	273.871	312.442
Junio	69.787	51.635	115.170	43.691	280.283	315.465
Julio	71.327	44.040	92.276	41.326	248.969	281.910
Agosto	62.021	29.561	46.755	31.357	169.694	203.374

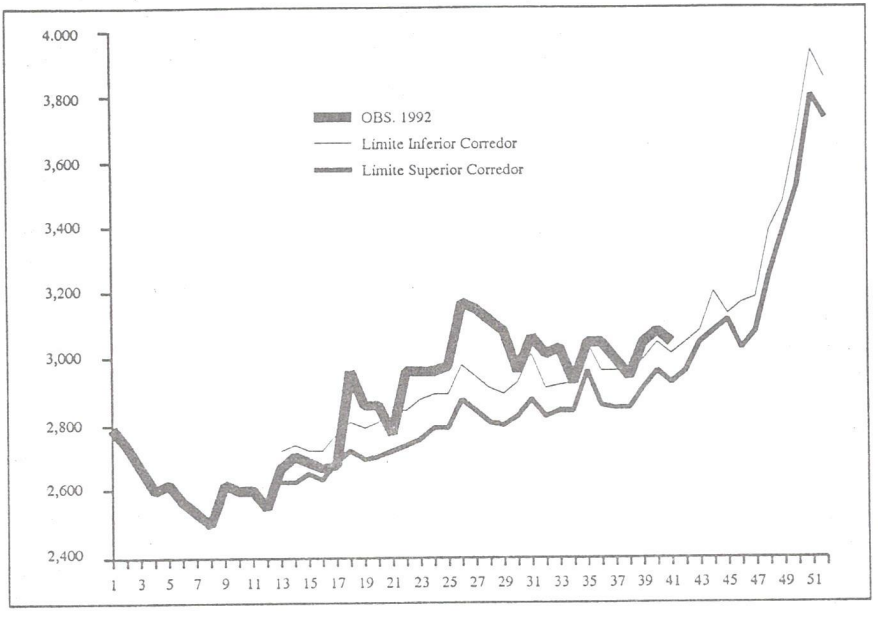
Fuente: Banco de la República.

Información en: Miles de dólares.

Servicios Financieros: rendimiento de las reservas + intereses y comisiones.

GRAFICO 2

MEDIOS DE PAGO / Miles de Millones



Congreso de la República, en la medida en que este debe aprobar los nuevos impuestos, como también el Presupuesto Nacional y de los Institutos Descentralizados. Así entonces, desde la óptica del Banco de la República los aspectos relacionados con la política fiscal que corresponde analizar son aquellos vinculados con la coherencia que ésta debe tener con las políticas monetaria y cambiaria, así como su impacto en la inflación.

Dentro de dicho contexto, esta sección del informe se dirige a analizar tres aspectos principales: 1) el tamaño del déficit consolidado del sector público y su compatibilidad con el manejo cambiario y monetario en función de las metas de inflación; 2) las implicaciones que en materia de acumulación de reservas puede tener la estructura de financiamiento del déficit, y 3) algunas consideraciones especiales sobre el impacto del gasto público en la inflación, según resultados de recientes trabajos de Suescún[7] en

el Banco de la República. Asimismo, en la parte final del documento se hacen algunas reflexiones sobre temas institucionales como son los de las relaciones financieras entre el gobierno y el banco y los aspectos relacionados con una apropiada coordinación de las políticas.

En cuanto hace al déficit fiscal consolidado del sector público, cabe destacar que su tamaño potencial para el período 1992-95, dados los ambiciosos programas de inversión previstos en el Plan de Desarrollo[22], y las tendencias de los ingresos resultó ser incoherente con el manejo macroeconómico. Por tales motivos; dadas, además, las circunstancias de acumulación de reservas internacionales y las consecuentes presiones inflacionarias y en razón a que la Nueva Constitución Política ordenó mayores transferencias y gastos, así como por las reducciones de ingresos fiscales resultantes de la baja de aranceles debido a la apertura, el gobierno encontró conveniente adelantar una significativa reforma fiscal con positivas repercusiones especialmente a partir de 1993, la cual fue aprobada por el Congreso de la República.

En cuanto a los resultados en 1992, tal como lo señala el reciente documento del CONPES titulado Plan Financiero y Macroeconómico 1993[23] después de dos años de finanzas públicas equilibradas y de haberse adoptado la reforma fiscal, para 1992 se programa, no obstante la reforma, un déficit del 1.2% del PIB (1.8% si los Bonos forzosos se contabilizan como financiamiento), a pesar del propósito inicial de lograr un equilibrio fiscal en el año en curso. Atribuye tal situación a lo sucedido en el sector eléctrico y a la repercusión de la baja de los precios internacionales del café. Para 1993 estima que, igualmente, el déficit será del 1% del PIB, pero se considera que este tenderá a reducirse en años posteriores.

Los resultados generales obtenidos mediante los mecanismos de la programación financiera descritos atrás, si bien ilustran que el tamaño del déficit fiscal previsto para 1992 resulta ligeramente incompatible con la meta de inflación prevista para el año en curso y con las políticas cambiarias y de tasas de interés adelantadas, de otro lado encuentran que para 1993 en adelante los objetivos fiscales del gobierno son coherentes con la meta de reducir la inflación por debajo del 22%. Esto indica, que si bien es factible que

por motivos del manejo fiscal; por el comportamiento monetario y por los incrementos registrados en los precios relativos de los alimentos la inflación en 1992 supere en algunos puntos la meta establecida, para los años venideros no se advierten desequilibrios de significación que lleven a prever que se tengan que adoptar ajustes o correctivos de envergadura en el manejo cambiario o monetario o que resulte significativamente incompatible el déficit fiscal previsto por el gobierno. Por el contrario, se encuentra que para mediados de los años noventas, y a raíz de que los beneficios de la reforma fiscal se registrarán entonces, sería de esperar inclusive que se pudiese llegar a registrar un superávit en las cuentas del gobierno.

Pero, si bien es cierto que el déficit fiscal plantea alguna incompatibilidad con la meta de inflación en 1993, los estudios del banco de la República indican que la forma de financiamiento del déficit público también puede traer consigo problemas. Concretamente, se ha identificado que los programas de gasto público del gobierno están respaldados con el desembolso de crédito externo neto que se convertirán en el principal factor de acumulación de reservas internacionales. La coherencia macroeconómica indicaría que el gobierno debería proceder a intensificar el uso de recursos internos, siempre que éste no comprometa de manera severa la política de tasas de interés domésticas. Un avance en tal sentido se desarrolló en 1992 mediante los programas de recompra de deuda pública externa adelantados por el Ministerio de Hacienda.

Vinculado con la discusión anterior se encuentra el tema del crecimiento del gasto público. Tal como lo indica el (ver Cuadro 4) y, se explicó atrás, la estrategia del gobierno ha estado centrada en elevar la carga tributaria para financiar sus programas de gasto, de manera tal que el déficit público consolidado no resulte incompatible con la política cambiaria y monetaria. Esta situación refleja la visión del gobierno, sobre lo cual la autoridad monetaria no tiene competencia, de juzgar inconveniente hacer un ajuste importante en el lado del gasto público frente a los programas previstos en el Plan de Desarrollo. Además de sus efectos colaterales sobre la estructura del financiamiento como los comentados atrás o sobre el crecimiento económico y la distribución del ingreso, cuyo análisis está por fuera del ámbito de este informe, se encuentra además el

• CUADRO 4

SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO 1/ 1985 - 1995

Como proporción del PIB

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
INGRESOS TOTALES	29.50	33.61	31.85	32.46	32.74	31.97	33.75	30.87	32.69	32.75	32.68
1. Tributarios	13.61	13.93	14.43	14.19	14.21	14.23	15.61	14.71	16.80	17.16	17.45
2. No Tributarios	15.96	19.67	17.42	18.27	18.53	17.74	18.14	16.16	15.89	15.59	15.23
PAGOS TOTALES	33.96	33.89	33.79	34.94	35.12	32.30	33.78	32.90	34.46	32.61	31.80
1. Pagos corrientes	24.64	24.81	28.13	26.06	26.73	25.96	27.45	25.71	25.88	25.03	24.26
2. Pagos de capital 2/	9.32	9.08	7.66	8.88	8.38	6.34	6.32	7.19	8.58	7.58	7.54
DEFICIT(-)/SUPERAVIT(+)	-4.38	-0.29	-1.94	-2.48	-2.38	-0.33	-0.03	-2.03	-1.77	0.14	0.88

Fuente: Banco de la República, DIE, 1985-89 y 1992-95, DNP 1990-91

1/ Este escenario es neto de transferencia.

2/ Incluye el préstamo neto.

impacto que el propio crecimiento del gasto público podría tener sobre la inflación. Las investigaciones recientes de Suescún(7) identifican que la tasa de inflación en Colombia está asociada con el crecimiento del gasto público. De tomar en cuenta este resultado se reforzarían los argumentos económicos en favor de un déficit fiscal menor al previsto y de darle, como principio general, más atención relativa a los esfuerzos de estabilización a la política fiscal que a la monetaria.

En el contexto de la anterior discusión, debe hacerse referencia, así sea muy breve, al tema de las relaciones financieras entre el banco y el gobierno y particularmente al déficit cuasi-fiscal Steiner(24) que se genera al buscar el Banco de la República compensar, con las operaciones de mercado abierto, la monetización de la acumulación de reservas internacionales y, particularmente, el financiamiento externo público. Esta situación no sólo ha desembocado en la generación de un déficit cuasi-fiscal superior al déficit consolidado del sector público, sino que por dicho motivo la realidad es que se ha venido haciendo una expansión monetaria significativa (responsable de la mayoría de la expansión total) para simplemente cubrir los intereses de las operaciones de mercado abierto. En el

futuro y si cursa en la Ley del banco la propuesta de traspasar al gobierno las pérdidas del banco originadas por dicho concepto se empezará de manera más lógica a incorporar al Presupuesto Nacional el costo de dicha política. Este será un motivo adicional para concluir que, muy probablemente, se de un mayor ajuste del gasto público que el previsto.

Para terminar cabe hacer referencia a los problemas y las alternativas de acción que enfrentaría la Junta del Banco de la República en el caso que la política fiscal adoptada por el gobierno en el CONPES y sometida al Congreso resulte definitivamente incompatible con el manejo de la política monetaria y cambiaria. De insistirse en esto, es claro que la Junta del Banco tendría que dar prioridad a su mandato constitucional y a verse obligada a utilizar sus propias herramientas (política cambiaria, tasas de interés, controles al flujo de capitales, etc.) para compensar una política fiscal indebidamente inflacionaria. Sobre el cambio en el manejo de las políticas se informaría al Congreso en el reporte que el banco, según la Constitución y la Ley, debe presentarle.

7. CONSIDERACIONES FINALES

En las páginas anteriores se ha intentado ilustrar el nuevo ámbito en que se desenvuelve la formulación y ejecución de la política macroeconómica en Colombia, así como las consideraciones constitucionales y económicas que han guiado el manejo de la política monetaria, cambiaria y fiscal.

Los resultados tanto de la nueva estructura institucional, como las propiamente económicas del manejo macro comienzan a mostrar sus virtudes, si bien es justo reconocer que con mayor lentitud a la esperada. El apoyo del Congreso a la nueva Ley del Banco de la República que pone en marcha el mandato constitucional de una Junta Independiente es un importante respaldo de parte del Congreso de la República. Desde el ámbito económico, la reducción que se comienza a dar en la inflación; la rebaja en las tasas de interés; el ajuste que se ha producido en la cuenta corriente en la balanza de pagos, la reducción en los flujos de capital, la reactivación en la demanda de crédito y en la inversión son todos síntomas de los efectos positivos de la política macroeconómica.

El éxito de la política macroeconómica en el futuro no depende simplemente de que exista un buen equipo económico o un buen esquema institucional para su manejo. Depende, fundamentalmente, de la investigación económica de fondo que se efectúe sobre la estructura de la economía colombiana; de lo acertadas y coherentes que, a la luz de esta, resulten las políticas adoptadas y de la credibilidad que la política tenga por parte de la sociedad en general. Es, en este sentido importante que la Asociación Bancaria y las otras agremiaciones del sector privado estimulen la investigación y la discusión de los temas económicos, como lo ha hecho la Asociación Bancaria desde hace más de veinte años con el Simposio sobre el Mercado de Capitales.

BIBLIOGRAFIA

(1)Swinburne, M. and Castello-Branco, M. "Central Bank Independence and Central Bank Functions". **The Evolving Rule of Central Banks,** International Monetary Fund, Washington, 1991.

(2)Fedesarrollo, Debates sobre la Inflación, 1990.

(3)Carrasquilla, A. "Acumulación de Reservas y Política Macroeconómica: Colombia 1990-92", Banco de la República, Agosto de 1992.

(4)Dornbusch, R. and Fischer, S. "Moderate Inflation", Policy Research Working Paper, World Bank, November, 1991.

(5)World Bank, **Colombia: Macroeconomic Consistency and Structuras Reforms,** "Chapter 3: Inflation", May, 1992.

(6)Urrutia, M. "Tasas de Interés, Flujos de Capital y Crecimiento Monetario", Banco de la República, Marzo de 1991.

(7)Suescún, R. "Inflación y Devaluación como un Fenómeno Fiscal", Banco de la República, Septiembre 18 de 1992.

(8)Cárdenas, M. "Flujos de Capitales, Diferencial de Rentabilidad y Estabilización Macroeconómica en Colombia, 1991-92", en Debates de Coyuntura Económica, "Acumulación de Reservas y Política Cambiaria".

(9)Carrasquilla, A. "Política Cambiaria", Banco de la República, Octubre de 1991.

(10)Ruiz, A. "Cálculo de la Tasa de Cambio de Equilibrio", mimeo, Julio de 1992.

(11)Herrera, S. "Qué tan Grande es el Desequilibrio Cambiario en Colombia?", Banco de la República.

(12)Frenkel, J. "Analytical Issues Regarding Fund Advice on Exchange Rate Policy", IMF, Oct. 12, 1990.

(13)Edwards, S. "Exchange Rates in Developing Countries: Reflections on Nominal Anchors", University of California, Sept. 1991.

(14)Suescún, R. "Estimativos de la Demanda por Dinero en Colombia" Banco de la República, 1991.

(15)Herrera, S. "Demanda por Dinero en Colombia". En elaboración.

(16)Leone, "Effectiveness and Implications of Limits on Central Bank Credit to Governments", **Evolving Role of Central Banks,** op.cit.

(17)Calvo, Leiderman and Reinhart "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", International Monetary Fund, June, 1992.

(18)Mathieson y Rojas-Suárez, "Liberalization of the Capital Account: Experiences and Issues", IMF, Working Paper, June 1992.

(19)Garay, L.J. "Análisis Recientes sobre el Ingreso de Capitales en Países en Desarrollo: Una síntesis Reflexiva", Julio de 1992.

(20)Hanson, James "Opening the Capital Account: A Survey of Issues and Results", World Bank, Working Paper, May 1992.

(21)MacDonald and Taylor, R. "Exchange Rate Economics: A Survey", IMF Working Paper, June 1991.

(22)Presidencia de la República, **Plan Nacional de Desarrollo 1990-94**, Bogotá, Departamento Nacional de Planeación, 1990.

(23)CONPES, "Plan Financiero y Macroeconómico: 1993", Departamento Nacional de Planeación, 1992.

(24)Steiner, R "La Cuenta Especial de Cambios, las Utilidades del Banco de la República y el Déficit del Sector Público", **Ensayos sobre Política Económica**, Banco de la República, Dic. 1991.

DOS AÑOS DESPUES: LA APERTURA ECONOMICA EN MEDIO DE AVATARES EXTERNOS

*Juan Luis Londoño**

1. INTRODUCCION

La teoría macroeconómica descubrió hace mucho tiempo que las expectativas que se forman los agentes económicos sobre el futuro son una fuente importante de la dinámica económica. Un tiempo después, la teoría descubrió que esas expectativas no siempre podían ser tomadas como un dato, pues estaban sujetas a un proceso de construcción y aprendizaje por parte de las gentes que procesaban la información. Y en la academia norteamericana se llegó a postular una situación que hoy en el trópico nos puede parecer extrema: si la gente tuviera toda la información sobre el futuro, incluidas las previsiones sobre las acciones del gobierno, la política económica resultaría impotente para afectar los acontecimientos, y sólo choques aleatorios en la tecnología o en los gustos podrían causar fluctuaciones económicas. Pero si el gobierno pudiese tener mejor información que los agentes privados, las autoridades económicas podrían tener mayor ingerencia sobre la evolución normal de la economía. Los economistas norteamericanos

* Subdirector Departamento Nacional de Planeación.

de los setenta, que fueron precursores de estos temas, reflexionaban en un contexto de economía cerrada, en donde las autoridades monetarias siempre tenían control sobre los agregados monetarios. Por ello, probablemente, siempre supusieron que las autoridades tenían información perfecta sobre las variables de control, y esta asimetría de información con el sector privado jugaba un papel clave como fuente de fluctuaciones económicas.

Con igual elegancia y detalle no se han analizado en la literatura los procesos de formación de expectativas y procesamiento de información cuando ni los agentes ni las autoridades tienen control perfecto sobre algunas variables. Tal es el caso de estas economías latinoamericanas en donde el sector externo continúa, muy a nuestro pesar, siendo la fuente básica de choques para la economía. Cualquier expectativa respecto a ella, tanto de las gentes como del gobierno, siempre es imperfecta, pues la varianza derivada de la experiencia histórica es grande. Pero no por imperfectas estas expectativas dejan de tener efecto sobre los resultados económicos. Los gobiernos, creo, toman las mejores decisiones basados en la información disponible. Sus expectativas del futuro terminan por moldear la evolución de los acontecimientos, al afectar las variables sobre las que los agentes privados basan sus decisiones.

Por ello resulta interesante hacer un alto en el camino en medio del período de gobierno para ver cómo las expectativas del comienzo sobre la evolución de economía y sus variables externas tuvieron algo que ver con la realidad, y qué nuevas expectativas podrían moldear los resultados económicos futuros al influir sobre las decisiones de las autoridades.

En su primera parte, esta exposición analiza los resultados de los dos primeros años de gobierno, y cómo estos fueron afectados por las diferencias tan grandes entre lo que se esperaba y lo que se observó en el comportamiento externo. Tales reflexiones permiten sentar algunos principios sobre los retos de la política en estos dos años que siguen.

En su segunda etapa, esta presentación enfatiza en la importancia de aquel aspecto inesperado en 1990 de mayor importancia en el futuro de nuestra economía: Cusiana. Simulando diversos es-

cenarios de producción de petróleo, analizamos las perspectivas de mediano y largo plazo de la economía colombiana. La perspectiva cambiaria y fiscal que ello implica presenta un panorama favorable para consolidar la apertura y el modelo propuesto de desarrollo económico y social.

2. EL SECTOR EXTERNO Y LA ACTIVIDAD ECONOMICA 90-92

Al finalizar la década anterior se hacían evidentes en la economía colombiana los síntomas de agotamiento de un modelo económico en el cual la competitividad y el aumento de la productividad habían dejado de ser fuente básica de crecimiento económico. La productividad global de todos los factores en la economía urbana creció a un ritmo del 2.8% anual en los años treintas y cuarentas, al 1.4% en los cincuentas y sesentas, al 0.8% en los setentas y decreció al 0.6% en los ochentas. Por ello, el gobierno anterior había considerado la internacionalización de la economía como la estrategia básica hacia el futuro, para lo cual había identificado un cronograma paulatino de desgravación arancelaria.

El nuevo gobierno entendió que, para enfrentar la "trampa de bajo crecimiento" en la cual se encontraba la economía colombiana, y para apalancar el desarrollo global de la productividad, había que acompañar la estrategia de apertura comercial con un grupo de reformas estructurales en los mercados y una reorientación sustancial del gasto público . Así, durante el segundo semestre de 1990 el nuevo gobierno emprendió reformas sustanciales a las legislaciones laboral y cambiaria, de inversión extranjera y financiera que permitieran a los agentes económicos adaptarse con más agilidad al cambiante entorno económico. Durante 1991 se emprendió la tarea de reorientar la acción del Estado y del presupuesto público hacia lo que dimos en llamar "las cuatro infraestructuras". Se trataba de fortalecer la atención del Estado en aquellas áreas que, presentando mayor contribución al crecimiento y a la equidad, no podían dejarse a la simple espontaneidad de los mercados, ameritando la intervención pública: la infraestructura social, la infraestructura física de transportes y de riego, la infraestructura científico-tecnológica y la infraestructura ambiental.

Y la nueva administración heredó de la anterior la conciencia de los riesgos de la estrategia de reorientación de la economía. Visto desde 1990, el proceso de apertura era, en su fase inicial, precario en su financiamiento externo e interno y generador de una desaceleración de la actividad económica. En efecto, en 1990 se creía que, ante el proceso de apertura, las importaciones irían a reaccionar más rápidamente que las exportaciones, por lo cual habría de generarse un déficit en cuenta corriente que requería recursos externos para financiarlo. Y por eso se puso toda la atención durante el comienzo del gobierno a obtener recursos externos en el llamado crédito Hércules. Y también, desde aquel entonces, se creyó que la apertura habría de generar un efecto en forma de U sobre la actividad económica: desaceleración inicial seguida por un fortalecimiento del crecimiento productivo. Que tanto se cumplieron estas previsiones?

A. Sorpresas en la Evolución del Sector Externo 90-92

Una buena forma de identificar las sorpresas en la evolución del sector externo, al menos desde la perspectiva de los formuladores de las políticas, es contrastar las proyecciones de balanza de pagos elaboradas en mayo de 1990, cuando se hizo la primera formulación del Plan de Internacionalización y Modernización de la Economía Colombiana, con la evolución observada y las expectativas que ahora se tienen sobre el futuro. El Cuadro 1 permite este contraste. Las sorpresas han sido enormes.

A comienzos del proceso de apertura se esperaba que, con la ayuda de los nuevos préstamos, el nivel de reservas internacionales iría a permanecer estable pues, a partir de los 4.000 millones de dólares que registraban en 1990, apenas crecerían con la inflación internacional. Así, las reservas podrían pasar de financiar 4.8 meses de importaciones en 1990 a 4.3 meses en 1994. Hoy, dos años después, las reservas internacionales han llegado a ser de casi 8.000 millones de dólares, es decir 4.000 más de lo esperado al comienzo de la apertura (gráfico 1). Que pasó?

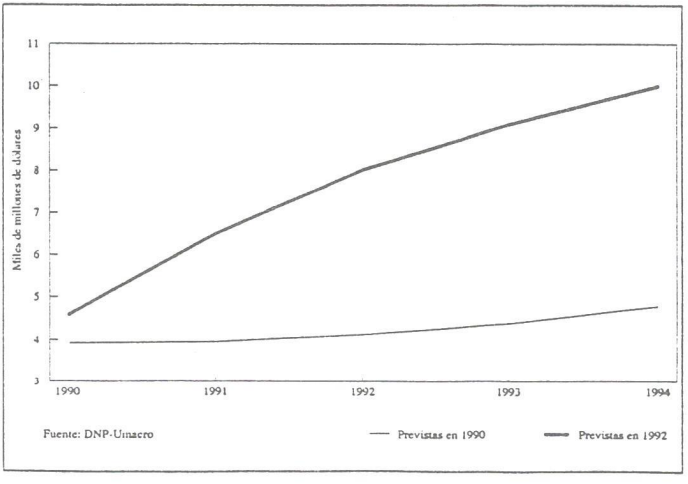
• CUADRO 1

BALANZA DE PAGOS: PROYECCIONES Y REALIDADES

	Acumulado Período 1991-1992			Acumulado Período 1993-1994		
	Inicial	Observado	Diferencia	Inicial	Actual	Diferencia
I. CUENTA CORRIENTE	-1306	3512	4818	-351	-955	-604
A. BALANZA COMERCIAL	3540	4430	890	5086	1122	-3964
1. Exportaciones	15356	14734	-622	19463	17128	-2335
2. Importaciones	11816	10302	-1514	14377	16006	-2335
B. BALANZA DE SERVICIOS	-6344	-4554	1790	-6937	-4924	2014
1. Financieros	-1806	-874	932	-1918	-619	1299
2. No financieros	-4533	-3680	853	-5020	-4305	715
C. TRANSFERENCIAS	1500	3636	2136	1500	2847	1347
II. CUENTA CAPITAL	1998	-550	-2548	-1409	-2924	1516
A. CAPITAL DE LARGO PLAZO	2214	790	-1424	1488	2538	1050
1. Inversión Directa	796	994	198	602	1605	1003
2. Endeudamiento Externo	1416	-204	-1620	886	933	47
Sector Oficial	1412	-456	-1868	892	801	-91
Sector Privado	6	254	248	-6	132	137
B. CAPITAL CORTO PLAZO	-214	-1340	-1126	-80	386	466
III. CONTRAPARTIDAS Y ERRORES	0	470	470	-400		400
CAMBIO EN RESERVAS NETAS	212	3432	3220	657	1969	1312

• GRAFICO 1

RESERVAS INTERNACIONALES: Su inesperada dinámica



1. Las Cuentas Comerciales

En primer lugar, hubo un desfase en la dinámica de respuesta de las cuentas comerciales. Como se ilustra en el gráfico 2, se esperaba que las importaciones irían a reaccionar más rápido y las exportaciones más despacio. Pero ocurrió exactamente lo contrario.

Por el lado de las exportaciones agregadas no hubo muchas sorpresas. Las exportaciones menores crecieron muchísimo más de lo esperado, compensando el desplome del precio internacional del café y las menores ventas de hidrocarburos.

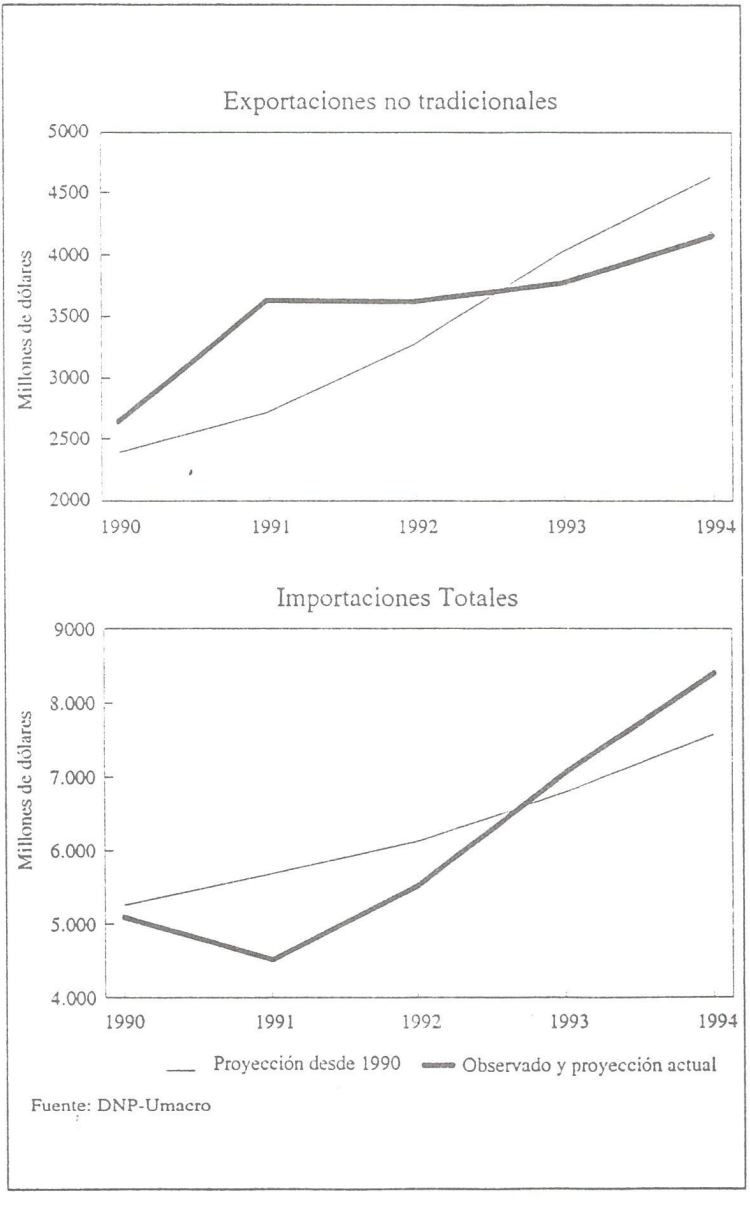
La gran sorpresa estuvo en las importaciones. En lugar de aumentar en la fase inicial de la apertura, las importaciones disminuyeron en 1991. Y a pesar de su dinamismo en este año, el monto total de importaciones será en 1992 apenas superior del valor en términos reales de las importaciones de 1990. Las menores importaciones de bienes durante 1991 contribuyeron así a un aumento de 1.890 millones de dólares en las reservas internacionales por encima de lo que se esperaba. Gran parte de la explicación de la evolución de las importaciones radica en los bienes de capital. Como se observa en el gráfico 3, el ritmo de crecimiento de estas importaciones disminuyó continuamente desde finales de 1989, hasta hacerse negativo durante todo 1991.

2. Las cuentas factoriales

El comportamiento inesperado en las cuentas comerciales fue acompañado de un comportamiento atípico de los llamados ingresos factoriales. Como se observa en el gráfico 4, 1992 será el primer año de la postguerra en el cual la economía colombiana recibirá un flujo neto de recursos del resto del mundo.

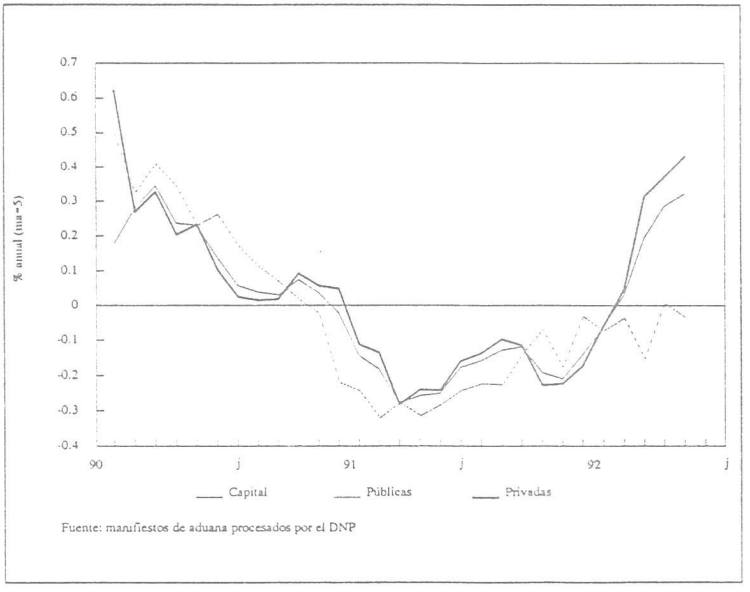
Este comportamiento del balance factorial refleja, en realidad, un ingreso de capitales que en los dos últimos años ha sido muy importante, y que se ha registrado contablemente a través de diversas cuentas. Como servicios no financieros entraron 1.458 millones de dólares adicionales; como transferencias entraron 2.310 millones no esperados y como residuo, en la cuenta de errores y omisiones, entraron 1.527 millones. Es decir, los flujos de capital han llegado a explicar mas de 5.000 millones de acumulación de reservas en los dos primeros años de gobierno.

GRAFICO 2
LA INESPERADA DINAMICA COMERCIAL



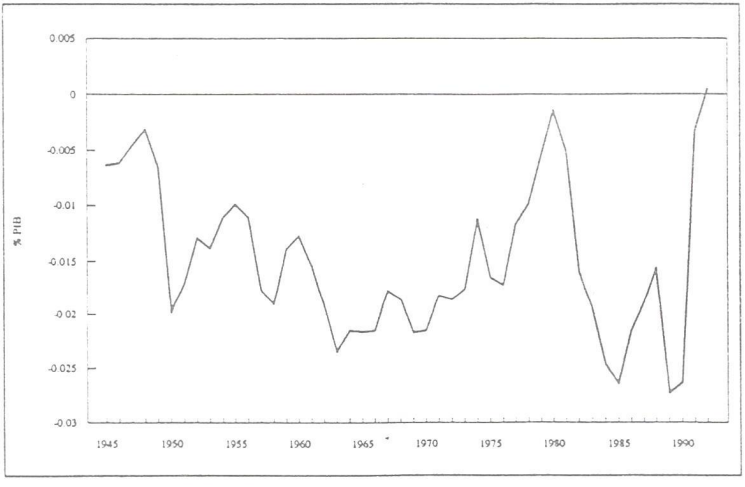
Fuente: DNP-Umacro

GRAFICO 3
IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL



Fuente: manifiestos de aduana procesados por el DNP

GRAFICO 4
INGRESOS FACTORIALES



La importancia de los flujos de capital, de las cuentas de transferencias, ingresos personales e ingresos por turismo puede apreciarse mejor al contrastarlos trimestralmente con el tamaño del PIB. Como se observa en el gráfico 5, los flujos de estas tres cuentas alcanzaron más de un 5% del PIB en cada uno de los últimos 7 trimestres. Esta magnitud contrasta, por su crecimiento, con aquella observada en el período 1984-85, cuando fue apenas ligeramente mayor del 1%. Su nivel se puede comparar, además, con aquel de 1977, cuando, contrariando las apreciaciones de quienes añoran el control de cambios, alcanzaba un nivel similar al que registra en la actualidad. Y los flujos de capital contrastan también en su composición con aquellos del pasado, en donde se destaca el persistente ascenso de las transferencias y la volatilidad de los ingresos personales y de turismo. Estos últimos, como se observa en la gráfica, tienen un altísimo grado de sustitución en períodos cortos, lo cual disminuye la eficacia de algunos controles temporales.

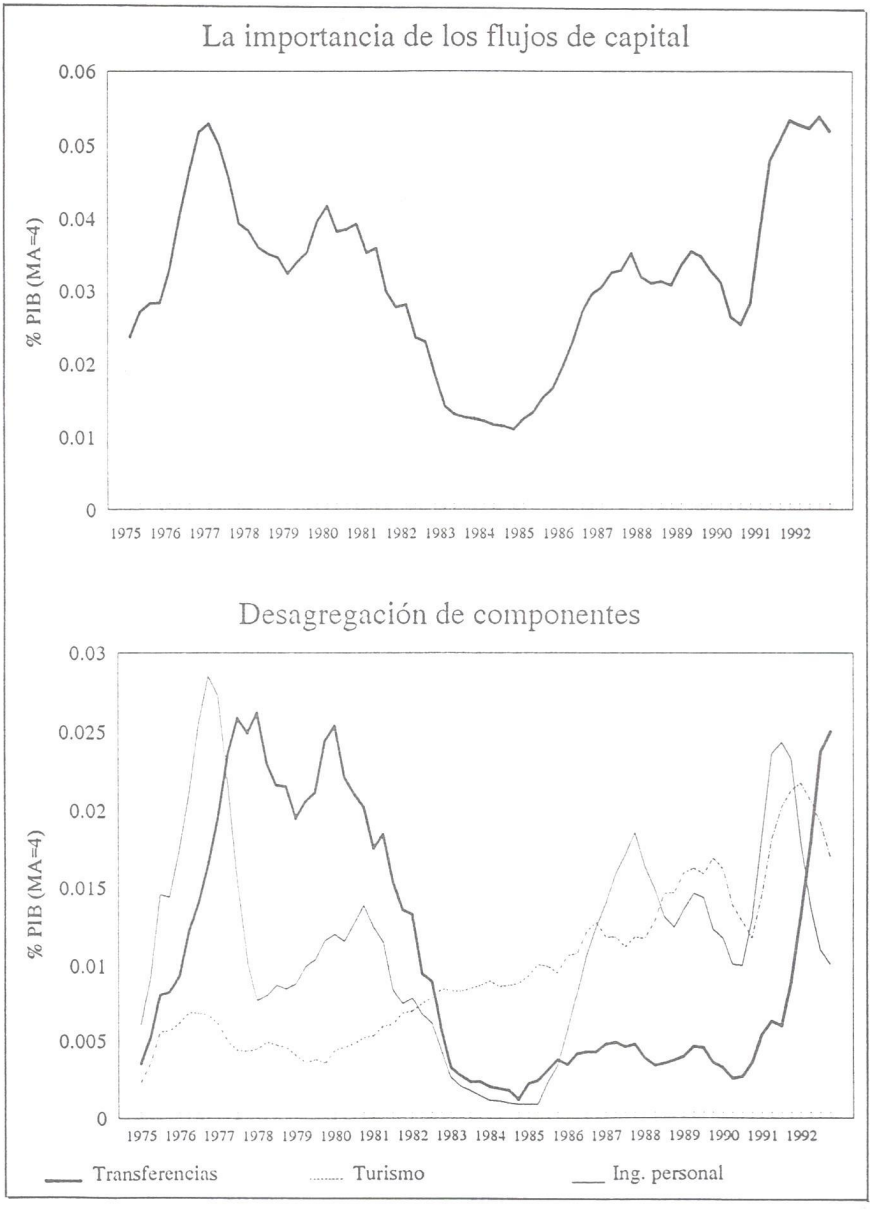
3. Observación final

La mayor sorpresa para las autoridades económicas, que durante los dos primeros años pensaron llevar adelante una apertura económica en medio de la escasez de recursos externos, la constituyó la abundancia de recursos externos y la inusitada acumulación de reservas. Esta acumulación tuvo ciertamente efectos importantes sobre la política macroeconómica. La política fiscal debió ejercer una papel contraccionista mucho más importante de lo que se había previsto. La tasa de cambio debió ceder puntos sobre el nivel que había alcanzado a finales de 1990. Y el crecimiento de la base monetaria sobrepasó los límites a que habían estado acostumbrados muchos economistas en el pasado.

B. Sorpresas en la Evolución de la Actividad Económica 1990-92.

Es usual que, al comienzo de procesos de apertura económica, los países enfrenten dificultades de crecimiento económico que normalmente se espera que sean temporales. Las razones de desaceleración de la actividad productiva tienen, en general, mucho que ver con la dinámica temporal del sector externo. Si las importaciones reaccionan más rápido que las exportaciones, tiende a

GRAFICO 5


La importancia de los flujos de capital
% PIB (MA=4)
0.06
0.05
0.04
0.03
0.02
0.01
0
1975 1976 1977 1978 1979 1980 1981 1982 1983 1984 1985 1986 1987 1988 1989 1990 1991 1992
Desagregación de componentes
% PIB (MA=4)
0.03
0.025
0.02
0.015
0.01
0.005
0
1975 1976 1977 1978 1979 1980 1981 1982 1983 1984 1985 1986 1987 1988 1989 1990 1991 1992
Transferencias
Turismo
Ing. personal

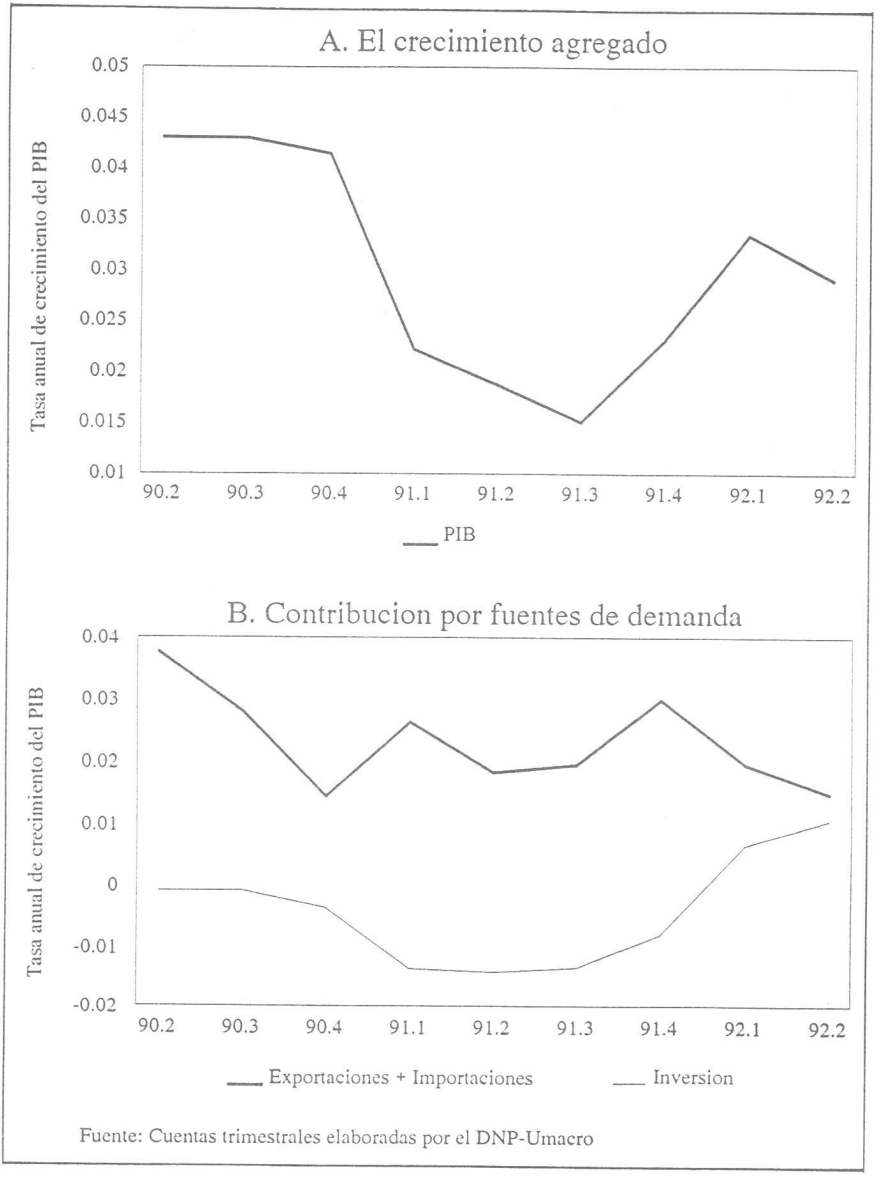
presentarse un déficit en cuenta corriente que, las más de las veces, se asocia con un menor dinamismo de la demanda agregada y, probablemente, del crecimiento económico. Este menor crecimiento global, en conjunción con los efectos de reestructuración de empresas, también se asocia con crecimientos del desempleo. La aceleración del crecimiento económico en una etapa posterior depende, en general, de dos elementos: el dinamismo de las exportaciones y la probable respuesta de la inversión privada al proceso de apertura.

Las autoridades económicas también consideraban probable que la actividad económica se desacelerara en la fase inicial del proceso de apertura. Después de haber registrado un crecimiento de 4.1% en 1990, se creía que el ritmo de crecimiento del PIB se habría de reducir hasta 1991, cuando se esperaba un crecimiento apenas del 2.3%, y a partir de allí se habría de acelerar continuamente, creciendo alrededor del 4% en 1992 y entre el 5 y el 6% en 1993 y 1994.

Los hechos globales no han resultado muy distintos a lo previsto inicialmente, pero por otras razones. La actividad económica global tuvo una clara desaceleración en el primer año de gobierno, pasando de un crecimiento anual de 4.2% al finalizar el segundo trimestre de 1990 a uno de 1.6% al término del tercer trimestre de 1991. A partir de entonces, el crecimiento se ha acelerado, alcanzando al finalizar el segundo semestre de 1992 una tasa del 2.9%, para terminar el año con un crecimiento económico que, contra los augurios de casi todos los analistas económicos, seguramente estará por encima del 3%.

La descomposición de los factores de demanda asociados con el crecimiento durante este período permite identificar un hecho notable: las fluctuaciones han tenido más que ver con la dinámica de la inversión que con la recomposición del sector externo. En efecto, como se observa en la gráfica 6, el efecto conjunto de la dinámica de exportaciones e importaciones ha explicado, en forma estable, dos puntos de crecimiento del PIB en cada uno de los últimos ocho trimestres. En cambio, las oscilaciones del crecimiento global fueron más bien el reflejo de las variaciones en la formación de capital. El monto global de inversión cayó en términos absolutos desde comienzos de 1990 hasta mediados de 1991 y a partir de entonces ha registrado una ostensible recuperación, que le permitió

GRAFICO 6
CRECIMIENTO ECONOMICO

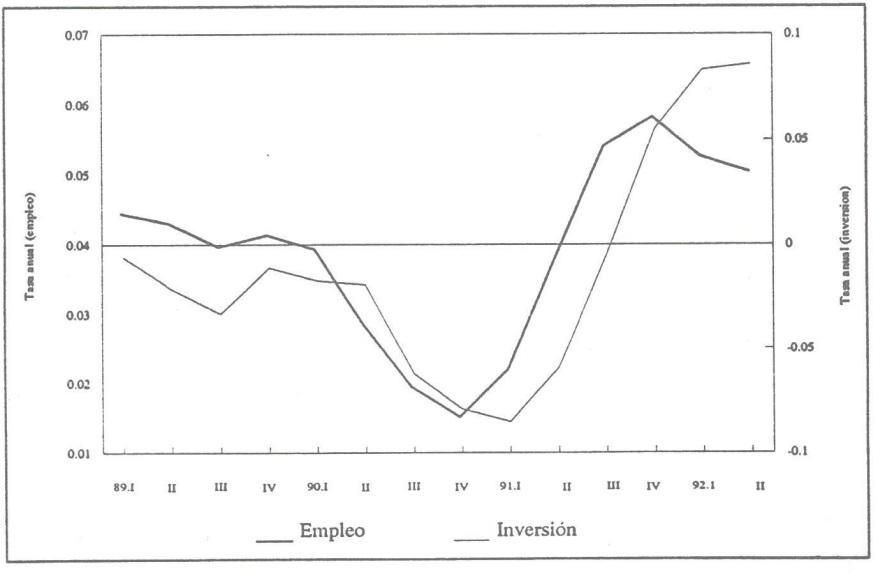


Fuente: Cuentas trimestrales elaboradas por el DNP-Umacro

alcanzar al cabo del segundo trimestre de este año un ritmo anual mayor al 13%. Por su importancia en la demanda agregada, estas fluctuaciones, como se observa en el gráfico 6b, alcanzan a explicar prácticamente todo el ciclo económico global.

Y por la importancia de sus fluctuaciones, también la inversión alcanza a explicar la mayor parte de las oscilaciones en el empleo urbano. Como se observa en la gráfica 7, el ritmo de crecimiento del empleo en las cuatro grandes áreas metropolitanas fue decreciente desde 1989 hasta finales de 1990, cuando apenas crecía a una tasa anual de 1.5%. A partir del primer semestre de 1991 se observa una evidente aceleración en la creación de empleo urbano, que alcanza a registrar tasas anuales de crecimiento mayores al 5% en los últimos cuatro trimestres. Como lo registra el panel inferior del gráfico, el empleo y la inversión tuvieron oscilaciones increiblemente paralelas.

• GRAFICO 7
LA INVERSION Y EL EMPLEO



Las fluctuaciones en el ritmo de actividad económica no fueron paralelas, sin embargo, a las variaciones del ingreso nacional, pues los términos de intercambio registraron durante 1992 una de los choques externos más agudos que haya registrado la economía colombiana en muchos años (gráfico 8a). El deterioro de los términos de intercambio ha significado perder casi 4 puntos porcentuales del **ingreso interno bruto** del país, el deterioro más fuerte en año alguno en la postguerra. Por ello, el ingreso interno bruto real registrará durante 1992 una reducción absoluta, situación que registró el país apenas en años tan dramáticos como 1958 y 1981 (gráfico 8b). Este efecto negativo sobre el ingreso derivado del deterioro de los términos de intercambio fue mayor que el efecto positivo de los ingresos factoriales, por lo cual el ingreso nacional bruto también se reducirá en términos absolutos durante 1992. Probablemente en la falta de distinción entre ingreso y producto radiquen las diferencias de apreciación sobre la actividad económica del presente año entre los analistas del gobierno, algunos analistas privados, y los gremios, especialmente de la agricultura.

C. En Síntesis

Las mayores diferencias entre las expectativas gubernamentales y el comportamiento observado de la economía han surgido del mercado de capitales. Las importaciones reaccionaron lentamente a la apertura básicamente porque las compras de maquinaria y equipo tardaron en responder. Las reservas internacionales crecieron más de lo esperado porque, además de lo anterior, se registró un flujo de capitales privados enorme. Y el crecimiento económico y el empleo tuvieron fluctuaciones cuyo determinante mayor fue la dinámica de la inversión.

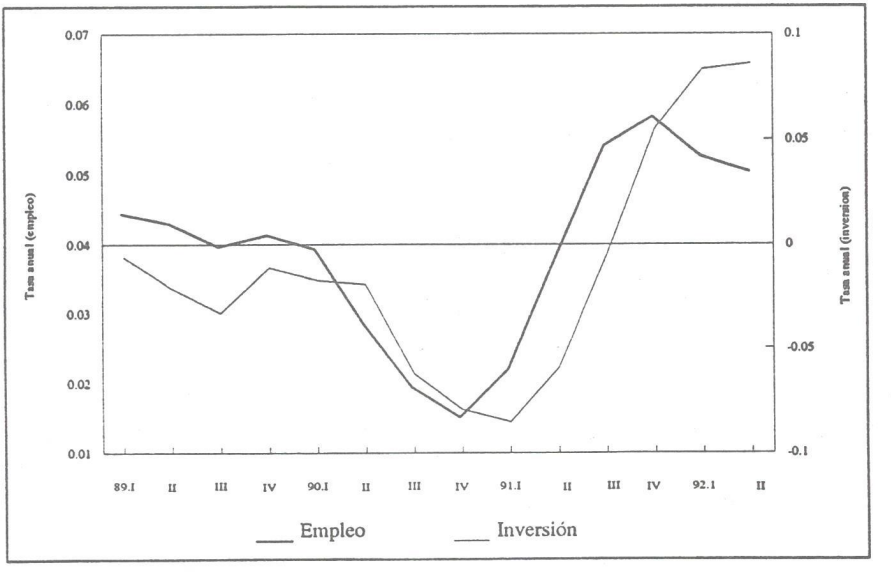
La percepción de las dificultades de ingreso para la población, no obstante, fue mayor que la del simple crecimiento del producto o del empleo, porque los mercados internacionales indujeron un deterioro de los términos de intercambio que, a pesar de la recuperación del crecimiento económico, significó una caída del ingreso interno bruto de las familias colombianas.

alcanzar al cabo del segundo trimestre de este año un ritmo anual mayor al 13%. Por su importancia en la demanda agregada, estas fluctuaciones, como se observa en el gráfico 6b, alcanzan a explicar prácticamente todo el ciclo económico global.

Y por la importancia de sus fluctuaciones, también la inversión alcanza a explicar la mayor parte de las oscilaciones en el empleo urbano. Como se observa en la gráfica 7, el ritmo de crecimiento del empleo en las cuatro grandes áreas metropolitanas fue decreciente desde 1989 hasta finales de 1990, cuando apenas crecía a una tasa anual de 1.5%. A partir del primer semestre de 1991 se observa una evidente aceleración en la creación de empleo urbano, que alcanza a registrar tasas anuales de crecimiento mayores al 5% en los últimos cuatro trimestres. Como lo registra el panel inferior del gráfico, el empleo y la inversión tuvieron oscilaciones increiblemente paralelas.

GRAFICO 7

LA INVERSION Y EL EMPLEO



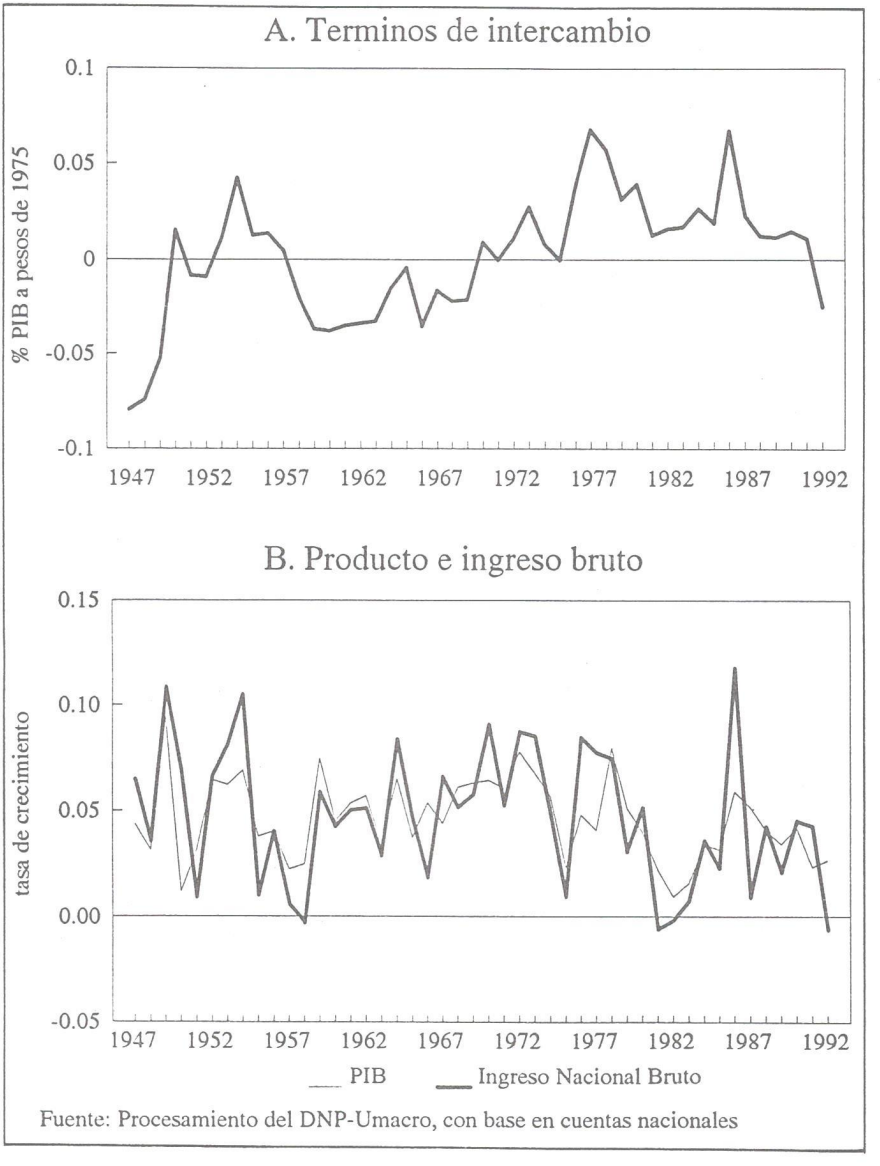
Las fluctuaciones en el ritmo de actividad económica no fueron paralelas, sin embargo, a las variaciones del ingreso nacional, pues los términos de intercambio registraron durante 1992 una de los choques externos más agudos que haya registrado la economía colombiana en muchos años (gráfico 8a). El deterioro de los términos de intercambio ha significado perder casi 4 puntos porcentuales del **ingreso interno bruto** del país, el deterioro más fuerte en año alguno en la postguerra. Por ello, el ingreso interno bruto real registrará durante 1992 una reducción absoluta, situación que registró el país apenas en años tan dramáticos como 1958 y 1981 (gráfico 8b). Este efecto negativo sobre el ingreso derivado del deterioro de los términos de intercambio fue mayor que el efecto positivo de los ingresos factoriales, por lo cual el ingreso nacional bruto también se reducirá en términos absolutos durante 1992. Probablemente en la falta de distinción entre ingreso y producto radiquen las diferencias de apreciación sobre la actividad económica del presente año entre los analistas del gobierno, algunos analistas privados, y los gremios, especialmente de la agricultura.

C. En Síntesis

Las mayores diferencias entre las expectativas gubernamentales y el comportamiento observado de la economía han surgido del mercado de capitales. Las importaciones reaccionaron lentamente a la apertura básicamente porque las compras de maquinaria y equipo tardaron en responder. Las reservas internacionales crecieron más de lo esperado porque, además de lo anterior, se registró un flujo de capitales privados enorme. Y el crecimiento económico y el empleo tuvieron fluctuaciones cuyo determinante mayor fue la dinámica de la inversión.

La percepción de las dificultades de ingreso para la población, no obstante, fue mayor que la del simple crecimiento del producto o del empleo, porque los mercados internacionales indujeron un deterioro de los términos de intercambio que, a pesar de la recuperación del crecimiento económico, significó una caída del ingreso interno bruto de las familias colombianas.

GRAFICO 8
TERMINOS DE INTERCAMBIO, PRODUCTO E INGRESO



Fuente: Procesamiento del DNP-Umacro, con base en cuentas nacionales

3. EL SECTOR EXTERNO Y LA ACTIVIDAD ECONOMICA 93-99

A. El Punto de Partida

Hoy en día casi ningún economista duda de la bondad de la internacionalización de la economía como estrategia básica de desarrollo económico. La competencia con la cual está asociada y las respuestas dinámicas en cambio técnico e inversión generan beneficios considerables sobre el crecimiento económico y el bienestar social. Pero en los países en desarrollo, y en Colombia en el pasado, esta estrategia, cuando no se acompañó de las reformas estructurales en los mercados que la hiciesen más viable, se ha encontrado con límites de recursos para financiarla. Cuando en el pasado la liquidez externa no fue abundante ni oportuna los procesos de liberación al comercio exterior tendieron a abortarse.

El gran reto de los dos primeros años de este gobierno fue inducir un proceso de apertura económica que aumentara la competencia y competitividad del aparato productivo sin poner en peligro la estabilidad de la posición cambiaria del país y, por ende, su sostenibilidad.

Hoy, en octubre de 1992, dos años después de haber llevado al CONPES el célebre documento "Decisiones sobre el programa de apertura", la apertura económica es una realidad. Tras haber sorteado las dificultades de la estrategia de liberación con el cronograma gradual que se intentó en el primer año de gobierno, las decisiones firmes en materia arancelaria terminaron, pocos meses después, por inducir un saludable dinamismo de las importaciones. Como se esperaba, han sido las importaciones más complementarias de la actividad productiva, aquellas de bienes de capital y consumo durable, las que han mostrado mayor dinamismo. Y contrario a lo que ocurrió al comienzo de los ochenta, cuando las importaciones oficiales indujeron un estímulo artificial que produjo un enorme desequilibrio externo y fiscal, ha sido el sector privado quien ha mostrado más capacidad y disponibilidad para importar e invertir.

El gran temor sobre el proceso de apertura, la amenaza de la iliquidez externa, ha desaparecido de la mente de los analistas. En

lugar de la angustiosa escasez que percibía el anterior gobierno, tenemos ahora una abundancia inusitada de divisas. Nunca en los últimos cincuenta años, con la excepción de 1979, el país había tenido un monto de reservas internacionales que financiara tantos meses de importación!

La sostenibilidad del proceso de apertura depende, sin embargo y en forma notable, del juicio sobre la permanencia de esta liquidez externa. Es cierto que la acumulación de reservas ha provenido fundamentalmente de factores que pueden considerarse temporales: una demora en la activación de las importaciones y una llegada importante de capitales privados del exterior. La magnitud de ambos fenómenos terminó por hacer innecesario el ambicioso programa de endeudamiento para financiar la apertura que se había gestado desde finales del gobierno anterior.

La política económica del último año ha buscado remover las causas de tal acumulación temporal de reservas, con la readecuación del sistema de protección y de la política monetaria. En la medida en que las importaciones continúen reaccionando y las reservas dejen de crecer, los activos externos acumulados dejarán de constituir una amenaza futura para la apertura económica. Incluso, pueden haber tenido efecto positivo: la liquidez externa que proveyeron permitió consolidar los logros que comienzan a registrar las decisiones de los dos primeros años. En el corto plazo, todo parece indicar que ésta es la tarea básica: **consolidar!** Las reformas estructurales, especialmente aquellas asociadas con los mercados laboral, financiero y cambiario, en conjunto con las reformas comerciales han dado claras señas de funcionamiento. Sería recomendable no inducir cambios adicionales en ninguno de estos campos que impidieran que las reformas tengan todos sus efectos sobre la actividad económica.

Pero, qué pasaría si a este fenómeno temporal ya en vías de superación se suma alguna causa permanente de acumulación de reservas? Qué tanto cambia la perspectiva de apertura económica cuando se incorpora la expectativa de Cusiana?

B. Qué representa Cusiana?

1. El valor bruto de Cusiana

Aún hoy en día existe incertidumbre sobre el tamaño de los hallazgos de Cusiana. Los mejores estimativos disponibles indican que, dependiendo de la definición exacta de la extensión y geometría del yacimiento, de su porosidad, y de su saturación de hidrocarburos, las reservas podrían estar entre 1 y 3 miles de millones de barriles. Una cifra definitiva no está aún disponible.

Por esa razón, hemos considerado razonable jugar con dos escenarios posibles que sugiere la información disponible: descubrimiento de reservas de 1.000 y de 2.000 millones de barriles en Cusiana. El límite inferior es el estimativo más pesimista pensable, y el superior es un estimativo apenas moderadamente optimista.

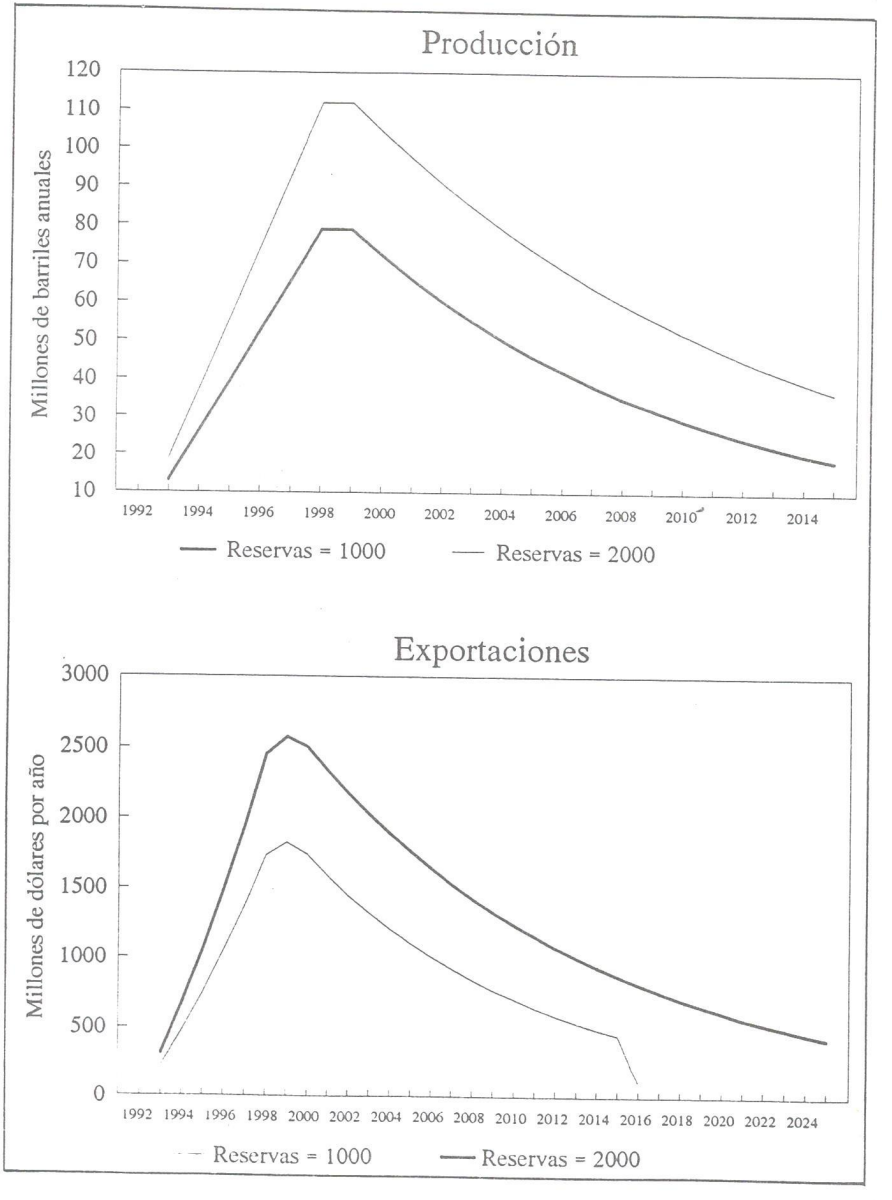
Bajo una hipótesis razonable de desarrollo de los pozos basada en consideraciones puramente técnicas, la dinámica temporal de la producción se presenta en el gráfico 9. Partiendo de 15 millones de barriles en 1993, la producción ascendería progresivamente hasta alcanzar 80 o 110 millones de barriles al finalizar el siglo, cuando alcanzaría su punto máximo, y a partir de allí descendería paulatinamente hasta agotar los pozos veinte años después. Esta producción se orientará casi en su totalidad al sector externo. Por ello, y con las proyecciones disponibles sobre precios, la evolución del valor de las exportaciones se presenta en la segunda parte de la gráfica. En dólares corrientes, y dependiendo del escenario, las exportaciones crecerán exponencialmente hasta llegar a 1.800 o 2.600 millones de dólares por año al finalizar la década, lo cual representará entre un 3.0% y un 4.5% del PIB de aquel entonces.

En estos términos, Cusiana puede representar para los años de esta década una producción de entre 400 y 600 millones de barriles, cuya exportación puede significar entre 9.000 y 13.000 millones de dólares. En valor presente, Cusiana representa, entre 8.000 y 12.000 millones de dólares, lo cual equivale a más de una cuarta parte del PIB actual.

El crecimiento de la producción minera derivado de ello no es despreciable. Con él, la participación de la minería en el PIB pasaría de representar el 5% del PIB que hoy tiene para llegar a casi un 7% a finales del siglo, con lo cual, como lo muestra el gráfico

GRAFICO 9

EL VALOR ECONOMICO DE CUSIANA



10, se reforzará la reversión del marchitamiento minero ocurrido entre los años cuarentas y comienzos de los ochentas. Con ello, la importancia de la minería en Colombia llegaría a ser ahora mayor que en los patrones internacionales.

Sin embargo, con todo lo que representa, el mayor crecimiento de la minería apenas alcanzaría a explicar medio punto de crecimiento adicional del PIB, como lo mide el DANE, en los ocho años siguientes.

2. Su valor macroeconómico

La importancia de Cusiana no puede medirse, pues, por la magnitud de la producción minera que representa. Su efecto sobre la economía se observa, más bien, a través de las cuentas externas y fiscales de la economía. Por ende, su impacto es de aquellos que los economistas llaman, "de equilibrio general".

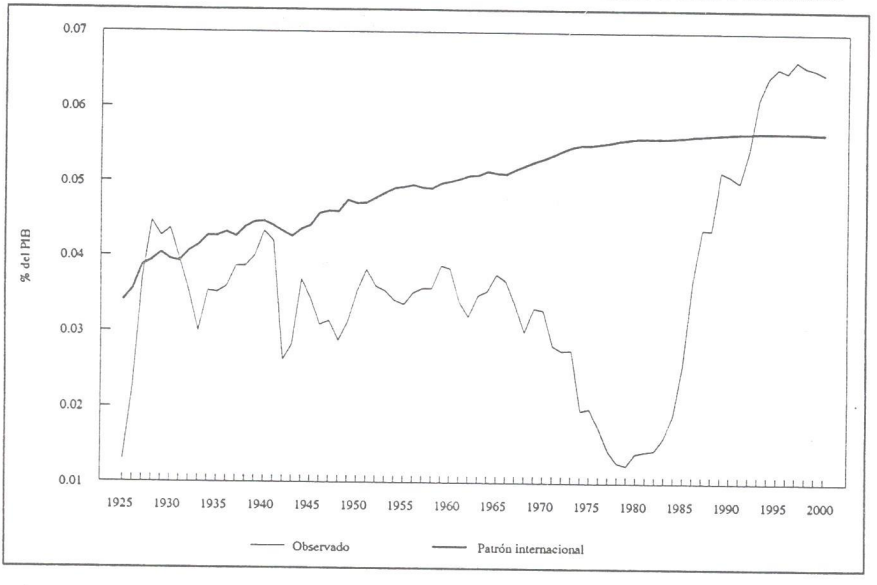
Los barriles de petróleo de Cusiana podrían representar para el país, hasta el fin de la década, un flujo de divisas entre 9.000 y 13.000 millones. Asimismo, los ingresos fiscales asociados con Cusiana podrían ser entre 6.000 y 7.000 millones de dólares adicionales a los que podrían esperarse con las tendencias actuales. Ambas cifras son enormes, y su manejo representa un verdadero reto para la política económica del futuro.

La evaluación del impacto puramente macroeconómico de estos "shocks" puede hacerse mediante el uso de herramientas de simulación. Para el efecto, hemos utilizado una versión del modelo RMSX desarrollada en el último año en el Departamento Nacional de Planeación con el cual, bajo algunos supuestos de comportamiento de las autoridades y de las gentes, permite analizar la consistencia financiera de diversos escenarios de política.

Los supuestos para el caso base son: un crecimiento económico cercano al 5% en los próximos tres años, que se acelera paulatinamente hasta llegar al 6% al final de la década; una inflación que se desacelera también paulatinamente, a un ritmo de 2 puntos por año, hasta estabilizarse alrededor de un 14% al final de la década. También se supone que la tasa de cambio se mantiene al nivel actual, que el crecimiento mundial será del orden del 3% anual promedio, que existirán flujos de inversión extranjera de 800 mi-

GRAFICO 10

LA IMPORTANCIA DE LA MINERIA FRENTE A LOS PATRONES INTERNACIONALES

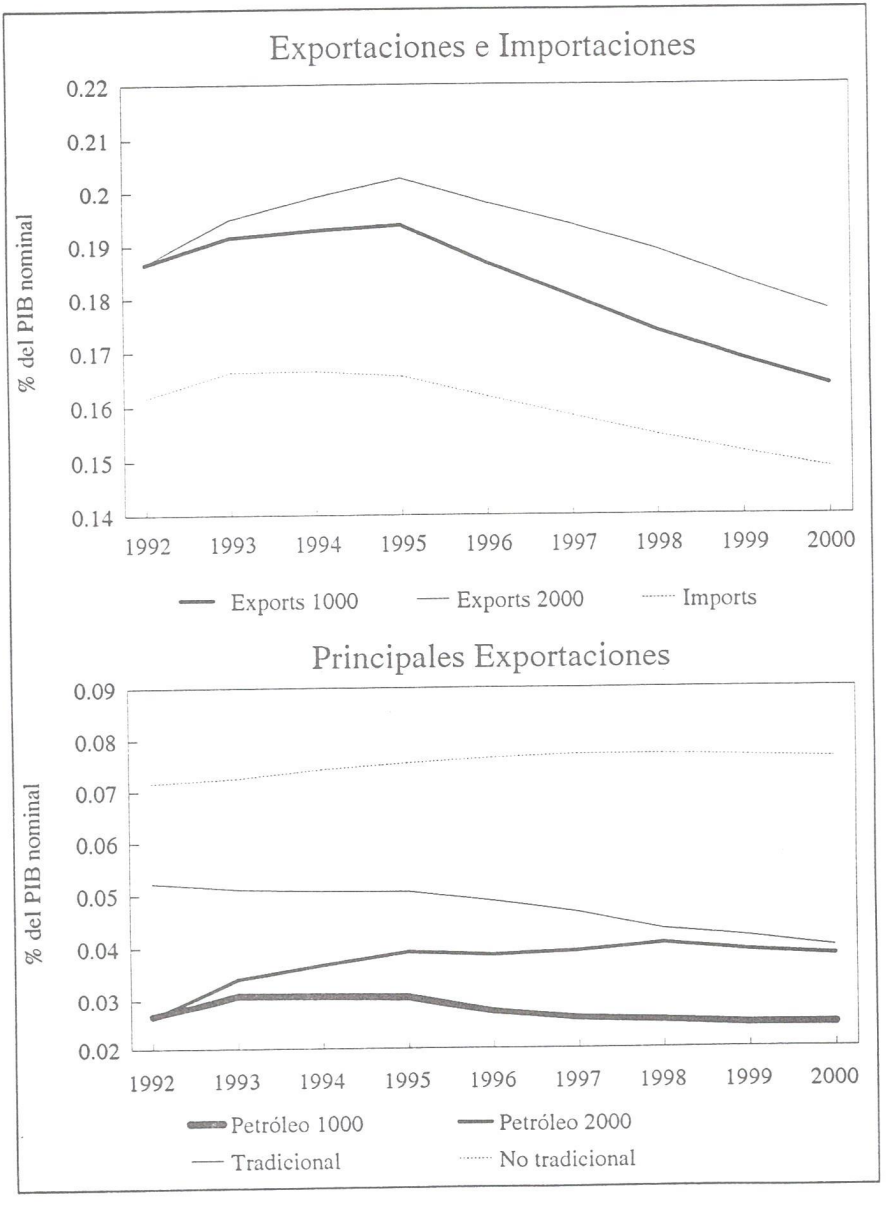


llones de dólares anuales, que el nivel de la deuda externa se mantiene en términos nominales, y que la inversión pública como proporción del PIB se mantiene al nivel de 1993. En este escenario (gráfico 11), las exportaciones menores ganarían participación en el PIB, y las exportaciones del petróleo de Cusiana alcanzarían a compensar el descenso relativo del resto de exportaciones tradicionales, especialmente café. El monto global de exportaciones, como proporción del PIB, tendería a crecer hasta mediados de la década, para decrecer a partir de entonces.

En términos financieros, si los mayores ingresos fiscales no se gastan, el sector público tendería a generar excedentes de ahorro que compensarían parcialmente el menor ahorro externo por el superávit en cuenta corriente, y generaría así un estímulo a la inversión privada. Esta inversión privada tendería a compensar el desestímulo al crecimiento asociado con el menor crecimiento de las exportaciones globales.

GRAFICO 11

EL SECTOR EXTERNO EN EL CASO BASE



No obstante, en este escenario, existe una inconsistencia básica: el persistente superávit en cuenta corriente, aunado a los flujos de capital previstos, conduce a una acumulación de reservas internacionales explosiva. En caso de ser Cusiana un pozo "pequeño", las reservas internacionales podrían llegar a 15.000 millones de dólares. Y si fuese mayor, alcanzarían 25.000 millones de dólares en el año 2.000 (gráfico 12). Para ser consistente con un descenso en el ritmo de inflación, el crédito privado tendría que contraerse hasta que la producción no minera probablemente entrara en colapso.

El mantenimiento de la situación actual de tasa de cambio, tasas de interés, inversión pública y flujos de capital no resulta consistente, entonces, con las nuevas expectativas de Cusiana.

C. Las Opciones de Política: Exploración de Casos Extremos

A la luz de lo anterior, las noticias sobre Cusiana ponen en medio del debate los ajustes que habría que hacer al modelo para absorver su impacto. Dejaré de lado en el análisis las implicaciones de temas como el impacto fiscal de la descentralización o las finanzas de los sectores cafetero o energético que, sin duda, afectarán de manera importante nuestro futuro mediato. Con fines puramente expositivos, examinaré las implicaciones de modificar uno a uno los supuestos de política con los que se trabajó el caso de referencia en la anterior sección:

1. La flexibilidad cambiaria

Por supuesto, la primera variable que viene a la cabeza de los economistas para ajustar el desequilibrio identificado sería la tasa de cambio. Que pasaría si se permite a la tasa de cambio encontrar un nivel que equilibre la cuenta corriente en cada uno de los años que resta de la década, manteniendo sin cambio el resto de variables?

Los resultados de simulación indican que la tasa de cambio podría moverse en forma de U (gráfico 13). En el escenario de Cusiana menor, el índice de tasa de cambio con base 1986=100 llegaría a 85 a mediados de la década, y a partir de allí se recuperaría para llegar nuevamente a 100 al final de la década. En

GRAFICO 12
RESERVAS INTERNACIONALES EN EL CASO BASE

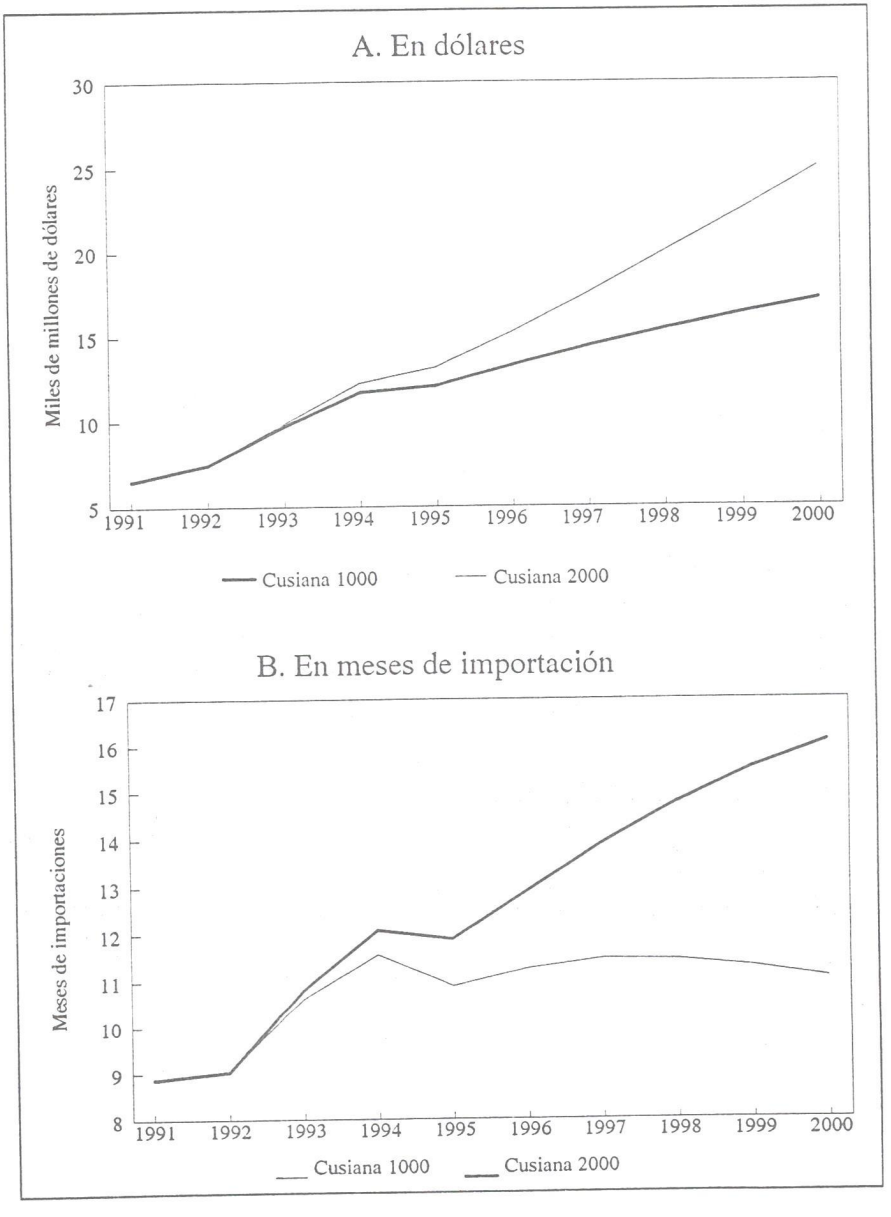
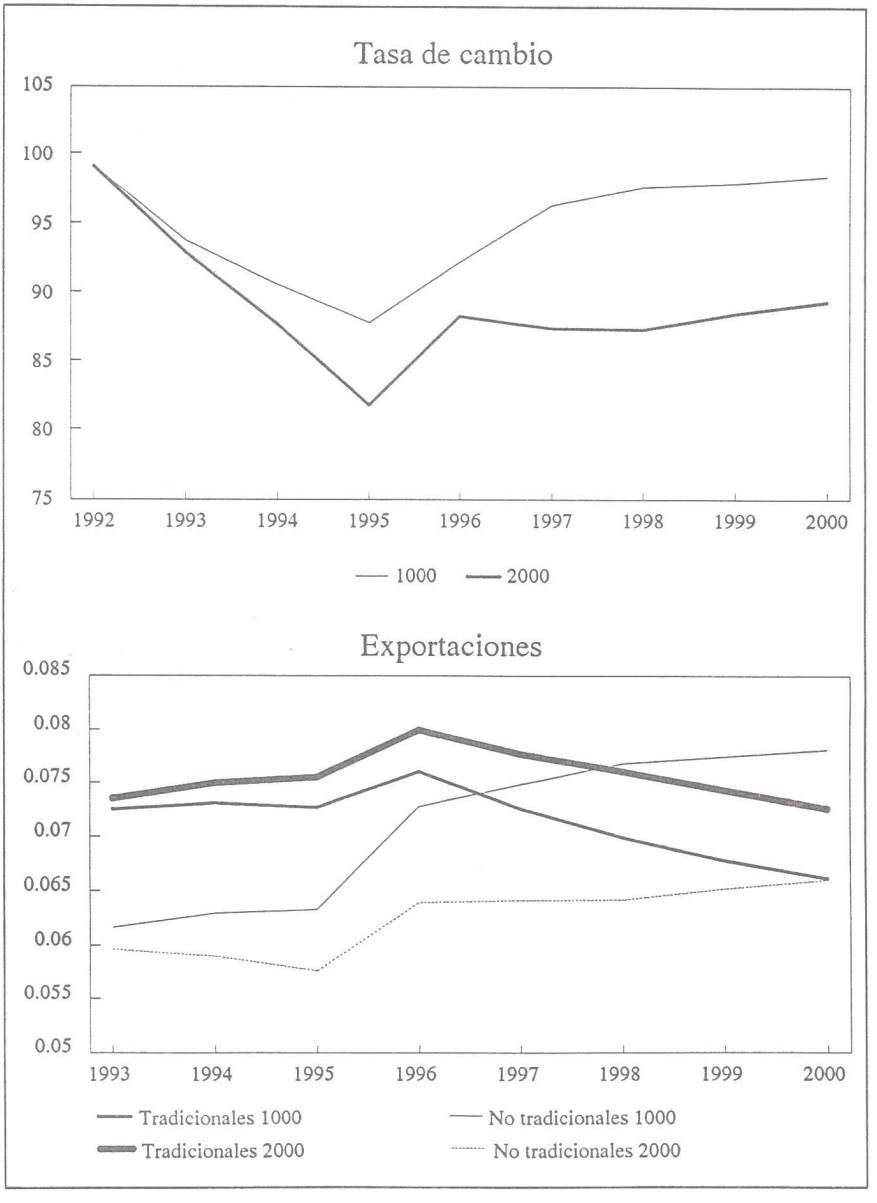


GRAFICO 13

ESCENARIO DE TASA DE CAMBIO FLOTANTE



el escenario mayor de Cusiana, la U podría convertirse en una L, pues el nivel de 85 en la tasa de cambio tendería a hacerse permanente.

Tal dinámica de tasa de cambio tiene, por supuesto, un impacto notable sobre las cuentas externas. Las importaciones crecerán más y las exportaciones no tradicionales crecerán menos. El impacto financiero no es menos destacado. El peso del servicio de la deuda del sector público disminuiría con la revaluación. Si estos mayores recursos disponibles no se gastan, el ahorro público crecerá. La mayor disponibilidad de ahorro interno derivada del equilibrio externo y el mayor ahorro fiscal se complementan con los menores costos de los bienes de capital para inducir una respuesta en la inversión privada, cuya participación en el PIB podría crecer hasta dos puntos en el próximo cuatrenio en el caso de Cusiana pequeño, y dos puntos más a partir de allí hasta el final de siglo en el caso de Cusiana grande.

No obstante, el logro de una tasa de cambio que equilibre la cuenta corriente no resuelve el problema de acumulación de divisas proveniente de la cuenta de capital. Si la inversión extranjera aporta 800 millones de dólares por año y la deuda pública nominal se mantiene estable, las reservas internacionales podrían llegar a 13.000 millones de dólares al final de la década, con lo cual el país mantendría la financiación del abultado número de meses de importaciones que hoy registra.

2. El Estado rentista

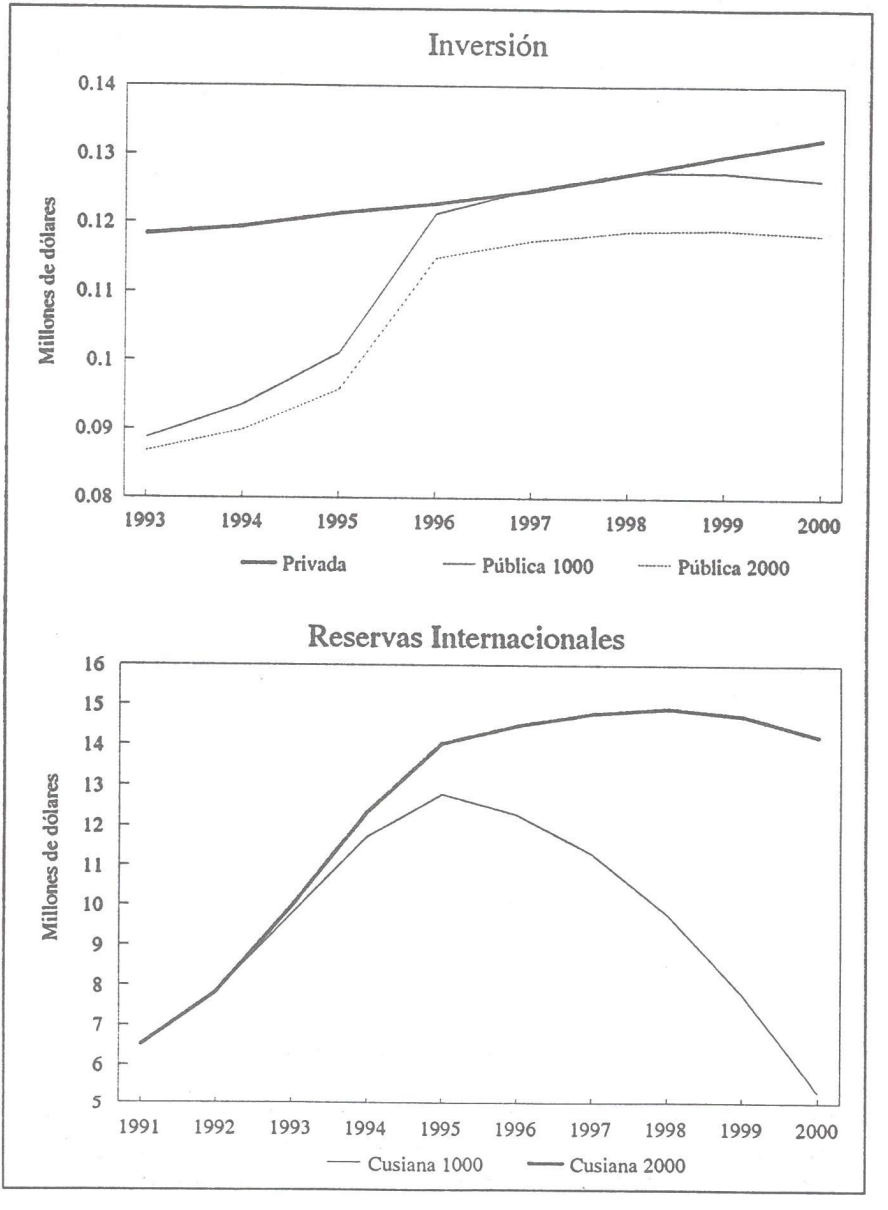
La segunda opción que podría venir a la cabeza de otra clase de economistas sería asumir los recursos de Cusiana como un recurso adicional que permite expandir el gasto público.

Hemos simulado qué pasaría si, además de dejar caer la tasa de cambio como en el caso anterior, las autoridades destinan todos los recursos adicionales para inversión pública. Tales ingresos permitirían doblar la inversión pública como proporción del PIB durante la década (gráfico 14a), es decir, recursos por año dos veces y media mayores a los contemplados por la Revolución Pacífica en su ambicioso plan de inversiones.

Con los flujos de capitales previstos, y el componente importado de la inversión pública, las reservas continuarían creciendo hasta

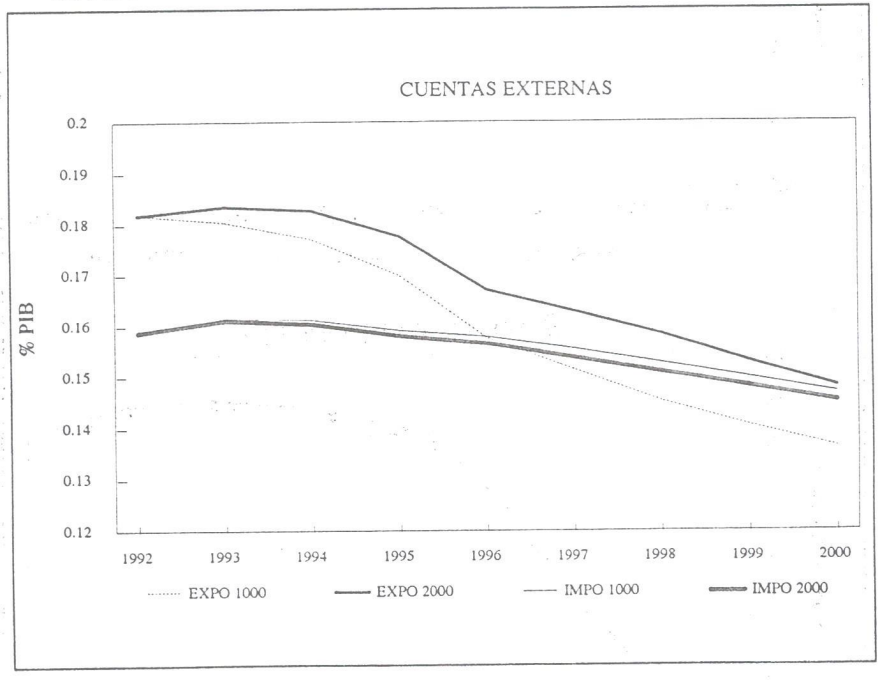
GRAFICO 14

LA BONANZA COMO RECURSO FISCAL



mediados de la década, cuando llegarían a niveles entre 12.000 y 14.000 millones (gráfico 14b). Hasta entonces, habría superávit en cuenta corriente y acumulación de divisas. Las importaciones sobrepasarían las exportaciones a partir de 1996, y la dinámica de las reservas cambiaría, manteniéndose al nivel alcanzado. El déficit en cuenta corriente, al finalizar el siglo, alcanzaría 2 o 3 puntos del PIB, que harían más probable los ataques especulativos contra el peso (gráfico 15).

GRAFICO 15
LA BONANZA COMO RECURSO FISCAL



En tal escenario, por supuesto, la actividad productiva tendría una composición peculiar: la inversión pública desplazaría tanto la inversión privada como las exportaciones totales, que perderían participación en el PIB. Las exportaciones representarían, al finalizar el siglo, una cuarta o una quinta parte menos de lo que hoy

significan. Y, de mantenerse la actual estructura de inversión pública, la recomposición de la actividad generaría efectos desfavorables sobre el empleo, que podrían hacer aumentar el desempleo sistemáticamente durante toda la década.

3. El ajuste de endeudamiento

Ya hemos visto cómo los dos ajustes espontáneos a los recursos de Cusiana, y sobre los que existen mayores tentaciones dada la economía política del país, pueden tener efectos muy indeseables sobre el fortalecimiento de nuestro desarrollo económico y social. La libre flotación del dólar puede generar una tasa de cambio de equilibrio muy baja para hacer las exportaciones un motor de crecimiento económico. La apropiación de tales recursos por el gobierno para programas generalizados de inversión pública podría generar enormes distorsiones en la actividad productiva, no ser adecuada para gastarse oportunamente las reservas, y terminar generando una situación endeble de balanza de pagos. Resulta difícil exagerar los peligros que se ciernen sobre la economía colombiana de adoptarse estos dos mecanismos de ajuste que tan espontáneamente llegarán a las mentes de los economistas.

Por ello, hemos simulado una tercera opción extrema de política, que consiste en defender la tasa de cambio actual, destinando todos los recursos de Cusiana para disminuir la deuda externa neta del país.

Esta opción, por supuesto, permite estabilizar las reservas internacionales a los niveles nominales actuales, que representarían un número de meses de importaciones decreciente, a medida que éstas crezcan como se espera. La deuda pública externa podría tener una reducción considerable. Cualquiera que fuese el tamaño de Cusiana, sería factible reducir el monto de la deuda pública en cerca de 3.000 millones de dólares en los próximos tres años. La reducción adicional de la deuda depende sí del tamaño de Cusiana. Con Cusiana pequeño, la deuda nominal alcanzaría al final de la década los mismos niveles nominales actuales. Con Cusiana mayor, la deuda podría continuarse reduciendo otros 5.000 millones de dólares, hasta alcanzar niveles casi de una tercera parte de los que hoy tenemos.

La disminución en los gastos por servicio de la deuda podría tener enorme significado macroeconómico. El ahorro público crecería casi tanto como lo haría en el caso de la revaluación, y los excedentes financieros del sector público podrían ser absorvidos por los inversionistas privados.

Los gráficos 16 y 17 permiten contrastar las principales implicaciones macroeconómicas de esta opción con aquellas de las anteriores opciones extremas. La disminución del endeudamiento neto permitiría defender las exportaciones menores sin que las reservas internacionales aumentasen continuamente, como lo harían en el caso base. Y los mayores ahorros públicos podrían inducir una dinámica de la inversión privada mayor que en el caso base y que en el caso de la apropiación de la bonanza como recurso fiscal, aunque menor que en el caso de la tasa de cambio libre.

D. Hacia una Mezcla Razonable de Posibilidades, en Equilibrio General

En la sección B concluímos cómo, con las expectativas sobre Cusiana, el mantenimiento de la mezcla actual de políticas de tasa de cambio, inversión pública, endeudamiento y tasas de interés no resulta consistente con una situación cambiaria equilibrada. En la sección C concluímos cómo una mayor liberalidad en la tasa de cambio y/o en la inversión pública podría generar efectos indeseables sobre la estructura del crecimiento de la actividad productiva y sobre el empleo, y cómo resulta deseable desde el punto de vista macroeconómico un replanteamiento de la estrategia de endeudamiento del país.

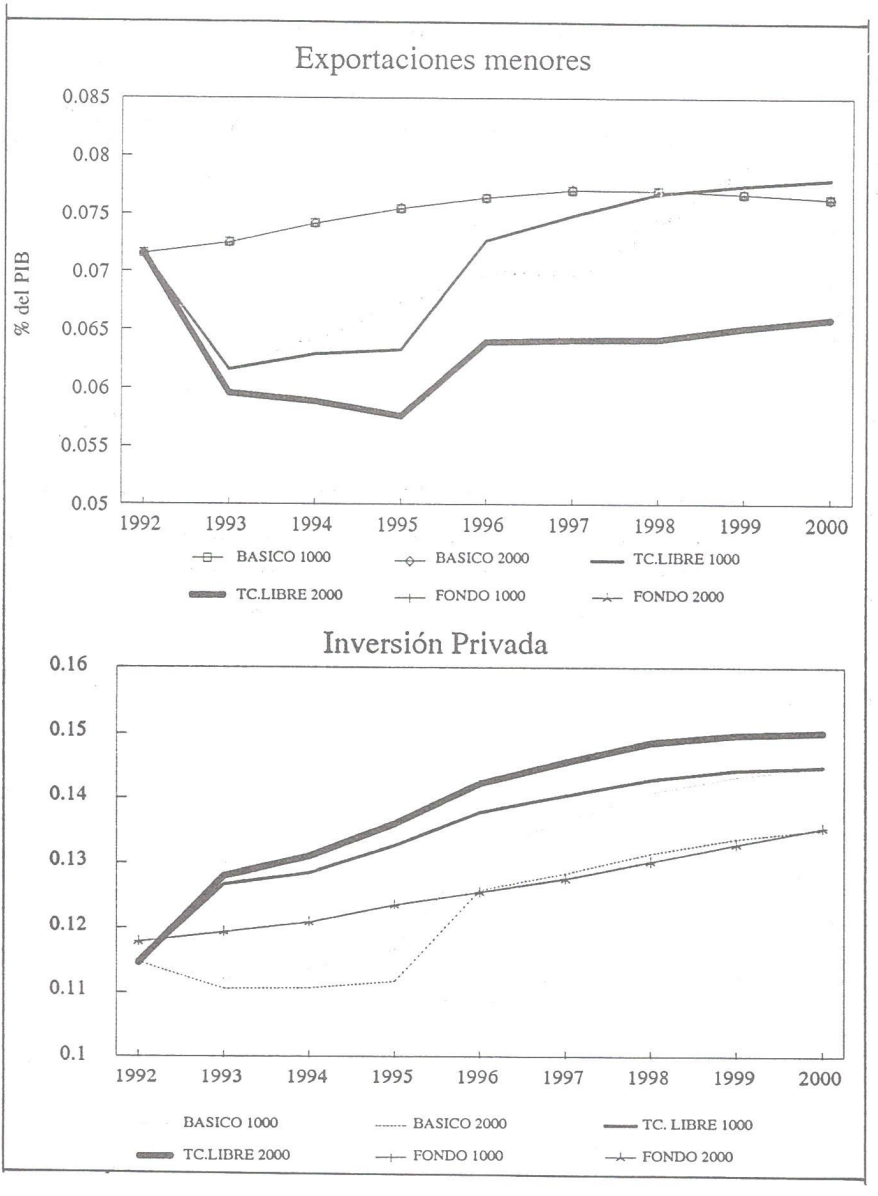
Estos escenarios estudiados son, por supuesto, extremos y en cierta forma simplistas, pero tienen la utilidad de indicarnos los grandes conflictos de política económica que se avecinan:

-Dadas las tendencias actuales de endeudamiento, el valor de equilibrio de la tasa de cambio podría estar, a mediados de la década, alrededor de 85, dificultando el papel de las exportaciones menores como motor de crecimiento económico y modernización.

-Los ingresos de Cusiana pueden representar una tentación irrefrenable a los gobiernos para apropiarse de la bonanza como renta para doblar el gasto público.

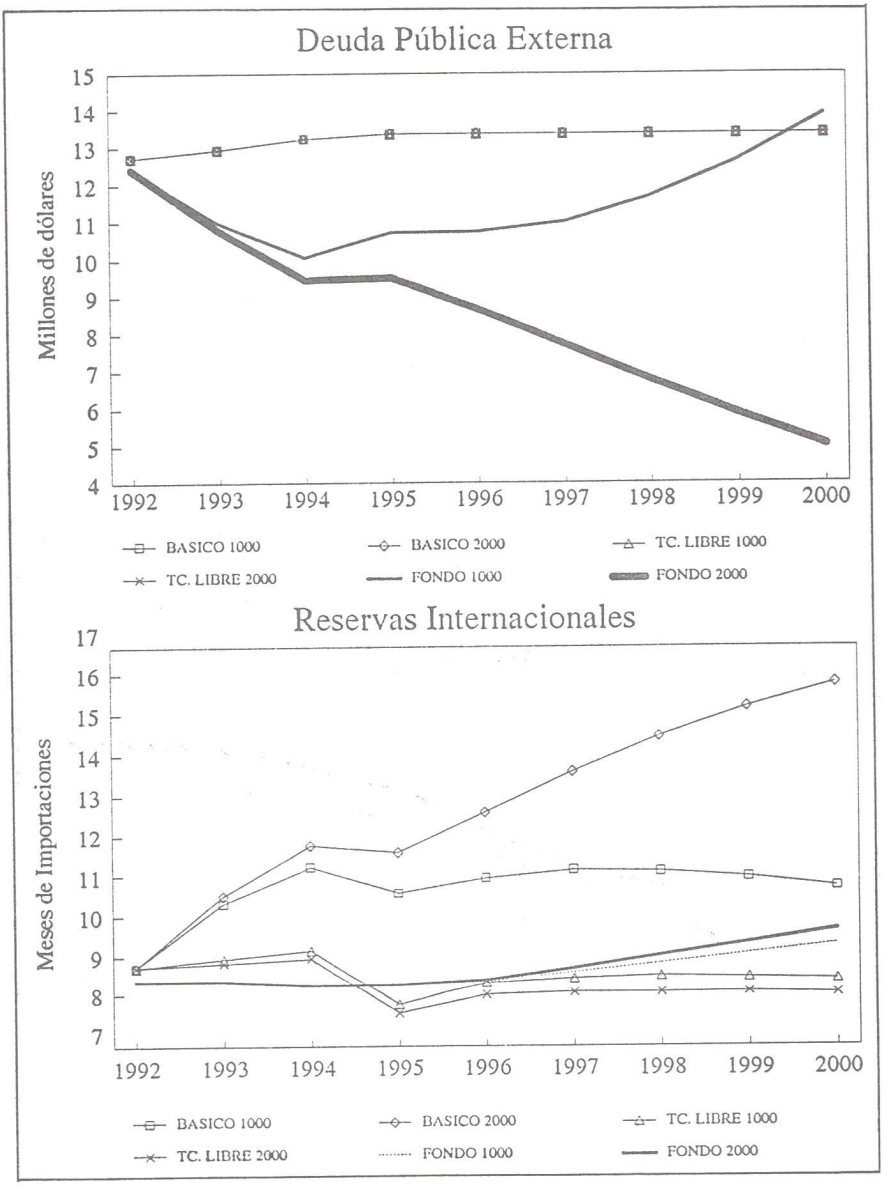
GRAFICO 16

RESULTADOS COMPARATIVOS DE LOS ESCENARIOS



- GRAFICO 17

RESULTADOS COMPARATIVOS DE LOS ESCENARIOS



-El espacio para la inversión privada depende de la forma como se resuelva macroeconómicamente la disponibilidad de recursos de Cusiana.

El hallazgo de Cusiana, cualquiera que sea su tamaño, aporta los recursos externos necesarios para financiar la apertura económica. En ese sentido, despeja cualquier incertidumbre sobre su sostenibilidad, y, por el contrario, acentúa -ahora por razones de corte macroeconómico- su necesidad.

La incertidumbre sobre el tamaño de Cusiana impide, no obstante, estructurar aún una estrategia completa para el más importante reto que enfrentará el desarrollo económico y social del país en la próxima década. De su tamaño depende que una tasa de cambio como la actual sea sostenible en el largo plazo, que la reducción de la deuda deba tener una dimensión temporal o permanente, y que sea posible la financiación de uno u otro tren de gasto público.

La expectativa de ingresos futuros por el nuevo hallazgo, aún en medio de la incertidumbre sobre su tamaño, debería fortalecer, no obstante, tres orientaciones básicas de la política económica que se han venido perfilando apenas tímidamente en el período más reciente, y que fortalecen la competitividad de la economía durante la fase actual del proceso de apertura : consolidar una estrategia financiera que minimice en el corto plazo las presiones del mercado de capitales sobre la tasa de cambio, profundizar el dinamismo de la inversión privada y reorientar la inversión pública hacia aquellas áreas con mayor impacto en la productividad de la economía.

Las proyecciones de balanza de pagos indican que la balanza en cuenta corriente estará cerca del equilibrio durante 1993, por lo que no se perciben desde allí presiones desestabilizadoras sobre la tasa de cambio. Prácticamente todo el cambio en las reservas internacionales que podría presentarse en los años que restan de este gobierno provendría exclusivamente de los movimientos de capital privado y oficial. Ello requiere la acción decidida sobre dos frentes: la reducción de la deuda externa pública y la eliminación de estímulos al ingreso de capitales. El gobierno ya ha pospuesto el ingreso de recursos de crédito por más de 500 millones de dólares, que habrían de entrar en 1993, hasta 1994. Se requiere ahora que esos recursos se pospongan indefinidamente, y se fortalezcan

mucho más los prepagos de deuda. De otro lado, las autoridades monetarias han logrado inducir un nivel de tasas de interés que resulta cercano a la tasa de paridad. Para evitar algún influjo de capital privado, se requiere una programación financiera que en los próximos dos años mantenga niveles de tasa de interés que no estimulen el ingreso de capitales de corto plazo.

Para profundizar el dinamismo de la inversión privada, la prolongación de bajos niveles de tasa de interés complementaría la estrategia de reducción de los costos de uso del capital por la vía tributaria que ha emprendido el gobierno. La reducción de los aranceles y de la sobretasa ha generado una caída del precio de la maquinaria importada no menor al 20% en términos reales en el último año. La devolución de impuestos sobre los bienes de capital conduce a que la tasa efectiva de tributación sobre las empresas que invierten sea la menor de los últimos veinte años. Como producto de estas condiciones, la inversión privada podría crecer a tasas por encima del 15% en 1993, y a tasas mayores al 10% en los dos años siguientes.

Finalmente, corresponde a las finanzas públicas un gran papel en la creación de condiciones para la competitividad de la economía en el futuro cercano. La economía no aguanta un desequilibrio fiscal en el futuro. Las condiciones financieras indican que el déficit fiscal del 1.0% que se ha presentado este año, y se repetirá en 1993, deberá desaparecer en 1994 si se quiere defender las exportaciones o la estabilidad financiera y macroeconómica.

Pero, además de contribuir macroeconómicamente a la apertura, corresponde al sector público una enorme contribución microeconómica a la competitividad de la economía. Deben fortalecerse mucho más las inversiones en la infraestructura de transporte, en la capacitación de la fuerza de trabajo y en la ciencia y la tecnología. Estas son las inversiones públicas que contribuyen más a la productividad del sector privado y, por tanto, a la competitividad del aparato productivo. En realidad, ahora que la economía está expuesta a una mayor competencia, el mayor estímulo a la productividad de la economía, al crecimiento y al cambio estructural lo constituye el fortalecimiento de las inversiones privadas y públicas complementarias.

Para tener indicativos del impacto que una estrategia de este tipo podría tener sobre la economía, hemos utilizado un modelo de equilibrio general computable, también desarrollado en el Departamento Nacional de Planeación, para simular el impacto de Cusiana sobre el crecimiento económico y sobre la estructura productiva, aspectos que no era posible realizar con el modelo de consistencia financiera anteriormente utilizado. Para ello se ha supuesto, sin cambiar su nivel de 1993, una reorientación del gasto público en la línea de los programas de la Revolución Pacífica, se han mantenido la tasa de cambio, los niveles tributarios y arancelarios actuales y se ha mantenido la tasa de interés a niveles ligeramente superiores a los registrados durante 1992. Ello permite simular el impacto de estas políticas, que resultan financieramente consistentes de acuerdo con el modelo anterior, sobre las estructuras de producción y demanda, y sobre el ritmo de crecimiento económico. Los resultados se sintetizan en las gráficas 18 a 21.

Cusiana representa un aumento notable de la importancia de la producción minera. En el gráfico 18 se observa que, sin Cusiana, el agotamiento natural de los pozos habría llevado a que la minería creciera menos que el PIB a partir de 1995. Con Cusiana, la importancia de la producción minera crece continuamente hasta final de la década y el valor de sus exportaciones compensan parcialmente -a pesos de 1975- la perdida de importancia de las exportaciones tradicionales -café, oro, carbón y resto de petróleo; cuya caída es amortiguada apenas parcialmente con Cusiana.

Las inversiones privadas y públicas complementarias son, no obstante, críticas para determinar la composición futura del sector externo y de la estructura de la economía. Sin realizar estas inversiones -que hemos denominado externalidades en el gráfico 19, la proporción del PIB que representan las exportaciones menores descendería continuamente, y la de las importaciones ascendería notablemente. Con tal cambio del sector externo, las actividades secundarias se verían notablemente afectadas (gráfico 20). Con Cusiana, era de esperarse un aumento de la participación en el PIB tanto de industria como de construcción. En presencia de Cusiana pero con inversiones complementarias, tal aumento en la participación sería menor pero aún positivo. En ausencia de tales inversiones complementarias, la construcción perdería importan-

- GRAFICO 18
  IMPACTO DE EQUILIBRIO GENERAL DE CUSIANA

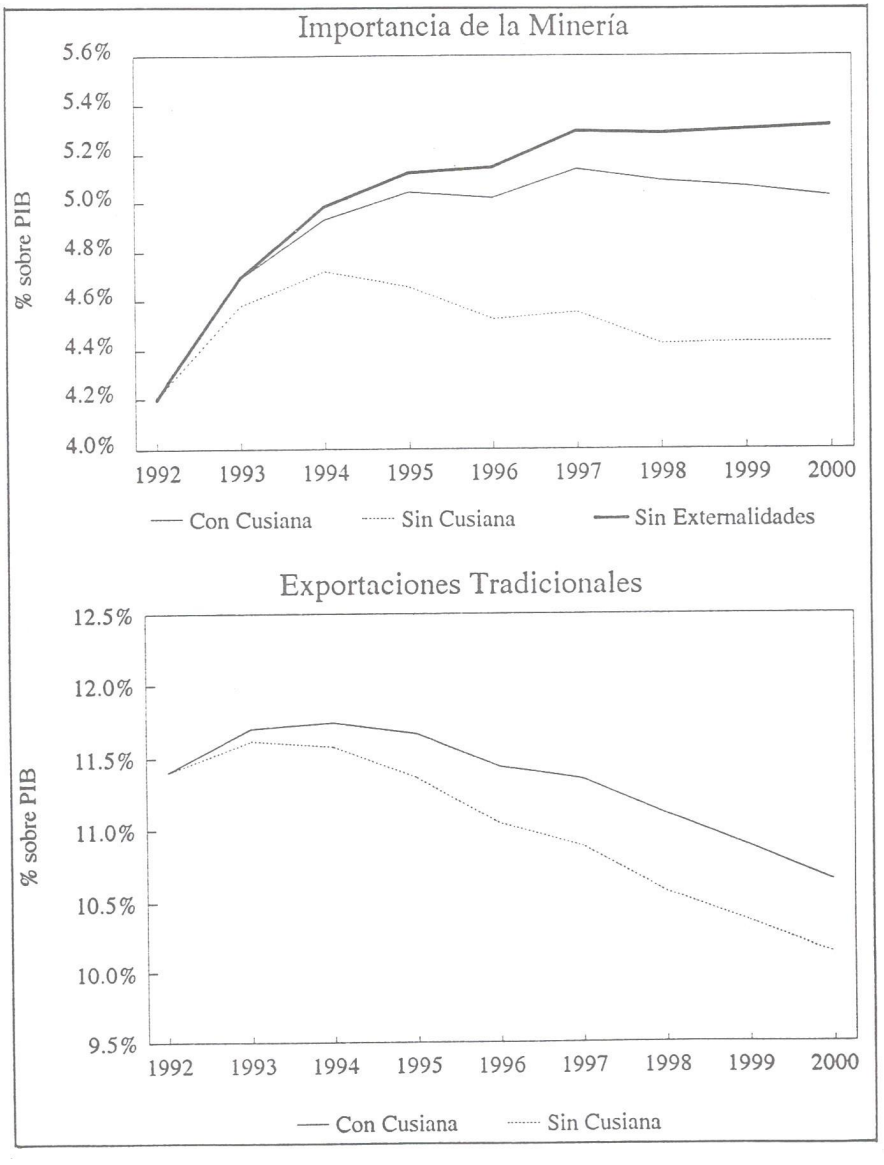


GRAFICO 19
IMPACTO DE CUSIANA EN EQUILIBRIO GENERAL

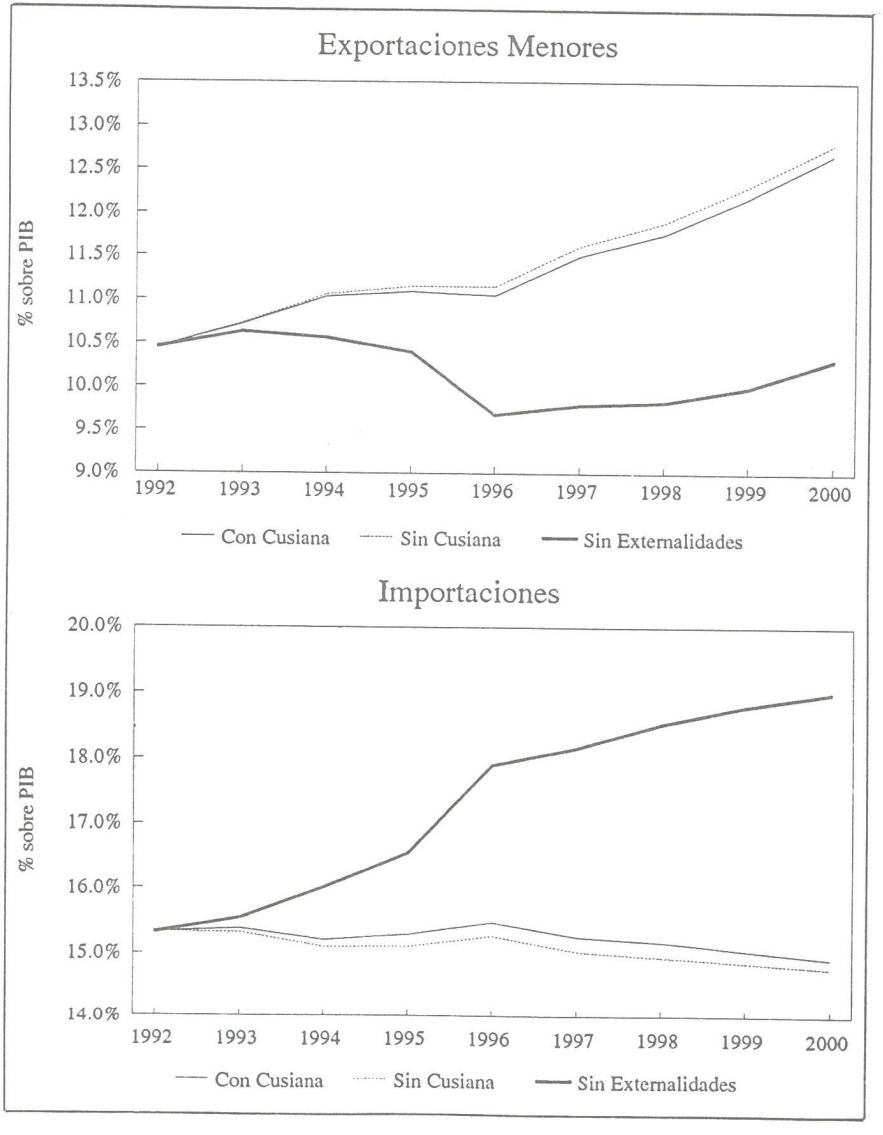


GRAFICO 20
CUSIANA Y LA ESTRUCTURA DE LA ECONOMIA

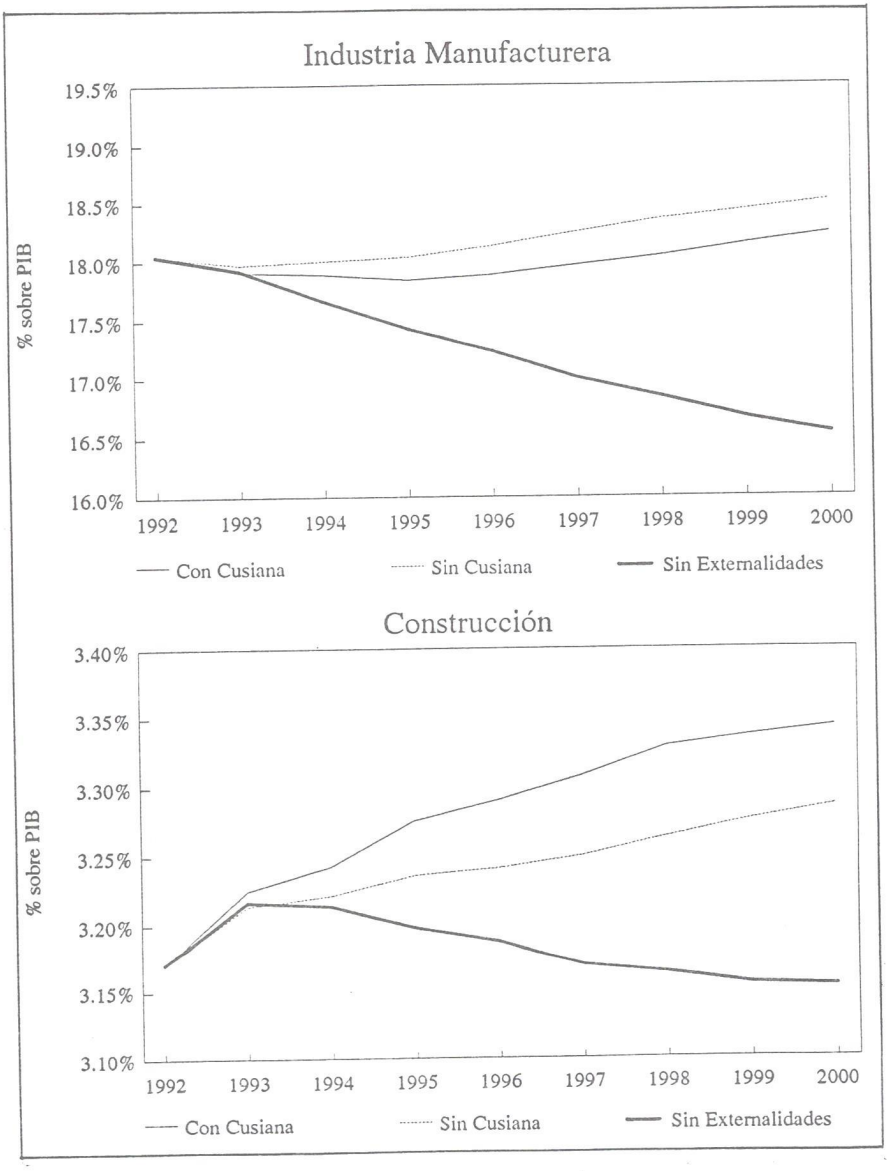
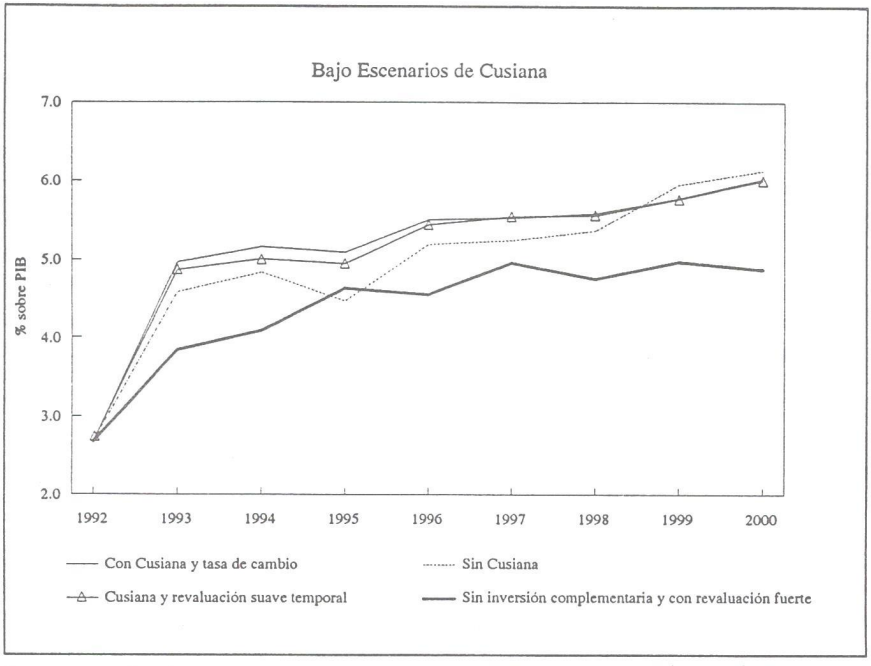


GRAFICO 21
CRECIMIENTO ECONOMICO



cia a partir de 1995, y la industria manufacturera vería reducir sistemáticamente su participación en el PIB durante todo el decenio.

Finalmente, tal dinámica del sector externo y de la estructura productiva terminarían afectando el crecimiento económico, como se ilustra en el gráfico 21. Sin las inversiones complementarias previstas en la Revolución Pacífica, la economía estaría, a partir de 1993, en una senda de crecimiento promedio del 4%. Con Cusiana, la defensa de la tasa de cambio de largo plazo y las inversiones complementarias, la senda de expansión estaría entre el 5 y el 6% en lo que resta de la década.

Así pues, aislando la economía de las presiones desestabilizadoras de corto plazo, y fortaleciendo la competitividad del aparato productivo con base en mayor inversión privada e inversión pública complementaria se crea un marco de posibilidades para que, cuan-

do la información sobre el tamaño de Cusiana esté disponible, las autoridades económicas puedan tomar decisiones sobre el uso y absorción de sus recursos que permitan consolidar la apertura y la reorientación del desarrollo económico emprendidos por este gobierno.

4. REFLEXION FINAL

En esta breve presentación hemos examinado algunos de los dilemas que enfrenta la política económica que busca la internacionalización de la economía cuando se enfrenta con choques externos no esperados de enorme magnitud, como los del ingreso de capitales en los últimos dos años o los de Cusiana hasta finales de la década. Las dificultades de la apertura económica han dependido hasta ahora en forma estrecha de las condiciones del mercado de capitales: la demora en la inversión privada contuvo las importaciones, y el flujo de capitales indujo a una acumulación de reservas enorme. Pero estas mismas condiciones permitieron una liquidez temporal que hace ahora más sólido el proceso de liberación comercial, llamando a consolidar la estrategia inicial.

La llegada de Cusiana reafirma pues la oportunidad, bondad y factibilidad de la orientación de la política económica hacia la apertura. De no haberse generado este proceso previo de adaptación a la competencia y a la abundancia de recursos externos prevista para el siguiente quinquenio, la estructura económica tendría mayores dificultades de adaptación. De no haberse inducido la competencia y las mayores importaciones, las dificultades de absorción de los recursos de Cusiana serían aún mayores. La llegada de Cusiana provee sin duda los recursos externos que hacen de la apertura económica un proceso sostenible e irreversible hacia el futuro, convirtiéndolo en el único experimento de este estilo que habría registrado la economía colombiana durante todo el siglo XX.

Pero el cambio de perspectiva que brindan los recursos de Cusiana también reafirma la importancia de acciones complementarias hacia el estímulo al cambio técnico, la formación de capital que aumente la productividad, y de instituciones que hagan posible una absorción mas productiva, equilibrada y equitativa de los recursos de Cusiana. Ya hemos visto que sin un énfasis grande en

estos aspectos, el modelo puede quedar cojo. La expectativa de ingresos futuros pone la urgencia de acompañar la apertura comercial y la reforma a los mercados con el esfuerzo de reorientar la acción del Estado hacia una serie de inversiones complementarias que puedan llevarse a cabo sin desequilibrios fiscales ni mayor endeudamiento. Sólo así se defenderá la competitividad de la economía en el largo plazo, y se removerá paulatinamente la presión sobre la tasa de cambio. Entre estas acciones complementarias, el desarrollo institucional juega un papel primordial. Los contratos y la regulación de Cusiana debieran permitir graduar el flujo de recursos acorde con las posibilidades macroeconómicas y de largo plazo de la economía colombiana. La tenencia temporal de activos externos y la intensidad de explotación de los pozos deberían tener la flexibilidad necesaria para ello. Y las instituciones diseñadas para el uso de los recursos resulta esencial para asegurar el beneficio social y la eficacia de la bonanza minera.

Así como en las pasadas cinco décadas, cuando la orientación de las inversiones hacia los sectores rurales o urbanos o hacia las inversiones físicas o humanas determinó la rapidez del cambio estructural y de la distribución del ingreso, o así cómo en los dos pasados años hizo factible una dinámica inesperada en la apertura económica, en el futuro, con su estímulo a la inversión privada y la posibilidad de financiar en forma sana la reorientación de la inversión pública hacia las áreas de mayor productividad social, el mercado de capitales será la clave para que Colombia pueda absorber estos choques externos.

Creo que al país se le está haciendo tarde para pensar su futuro a partir de las nuevas posibilidades y retos abiertos por Cusiana. Esta presentación es un estímulo para que la asimetría de información -o las sorpresas del sector privado- no sean fuente de conflicto o de perturbaciones económicas. Las autoridades hoy no poseen información perfecta ni tienen control perfecto sobre el tamaño de Cusiana, y apenas se están explorando las alternativas de política. Quería exponerles a ustedes una hipótesis sobre como esas expectativas imperfectas podrían moldear el futuro de nuestra economía.

De esta presentación, hemos aprendido cómo la estrategia de apertura económica se hace más sólida a medida que se encuentran recursos para financiarla, no siempre en la forma esperada por las autoridades. La demora en la respuesta de la inversión interna y la rapidez de respuesta de los inversionistas internacionales modificaron temporalmente la liquidez externa de la economía en forma imprevista. Lo primero generó una desactivación de la actividad económica en el corto plazo, mientras lo segundo compensó parcialmente el peor choque de términos de intercambio registrado en muchos años. También hemos aprendido cómo la liquidez externa necesaria para financiar la apertura cambia radicalmente ante las perspectivas de Cusiana. Cómo este hallazgo tiene un valor presente neto cercano a los 10.000 millones de dólares, y una contribución a las exportaciones que podría llegar en su punto máximo -a finales de la década- a casi el 5% del PIB, una cifra similar a los flujos de capital registrados en el último año. Hemos aprendido cómo con Cusiana la tasa de cambio de equilibrio (en cuenta corriente) podría significar una revaluación del 15% frente a la situación actual si se continúa con la actual política de endeudamiento, y que los recursos por el sector público generados por Cusiana alcanzarían para doblar la inversión pública o para pagar las dos terceras partes de la deuda pública.

Hemos aprendido, finalmente, que aún sin conocer el tamaño preciso de Cusiana, es posible afianzar la estrategia de apertura económica que ha emprendido este gobierno con un cambio en la estrategia de endeudamiento externo, un fortalecimiento de la inversión privada y una reorientación más fuerte de los recursos públicos hacia inversiones con alta contribución a la competitividad de la economía. Sólo con una sólida "Economía de la Oferta" pueden minimizarse los riesgos que para las exportaciones representan movimientos de la tasa de cambio. Creo que estas serían las condiciones mínimas con las cuales este gobierno contribuiría a que, en el futuro, se tomen las mejores decisiones.

Las especulaciones que he presentado, que más que dar prescripciones detalladas pretenden dar unos órdenes de magnitud sobre los dilemas que enfrentarán las políticas en los próximos años y deben considerarse tan sólo como una provocación para éste que debería ser el gran debate de los próximos diez años.

COMENTARIOS[*]

Rudiger Dornbusch[**]

En esta exposición hemos visto los resultados de una magnífica labor de investigación. Es un modelo consistente de la economía donde perfectamente se puede formular la pregunta: "¿qué pasa si ...?". La gran ventaja de esta conferencia es que al final encontramos respuestas muy plausibles. Sin embargo, la pregunta clave es: ¿Existe una bonanza? México, por ejemplo, tiene un gran volumen de reservas probadas pero no ha logrado definir a qué precio las va a explotar. ¿Cuál es el verdadero valor de esas reservas en términos económicos, desde el punto de vista de su eficiencia? Yo creo que es una pregunta importante, dado el panorama negativo de los precios mundiales del petróleo, con lo cual surge la duda de si en realidad serán explotadas esas reservas. México tiene un total de reservas petroleras probadas diez veces mayor que su capacidad de explotación.

La segunda pregunta es si, en verdad, un descubrimiento petrolero como el de Colombia, es positivo. Uno podría preguntarse: "¿No sería mejor olvidarse del asunto?". Si miramos el caso de México, por ejemplo, el daño hecho por el petróleo supera por mucho los beneficios sociales que representan los ingresos por este concepto.

* Versión libre de la grabación magnetofónica no corregida por el comentarista.

** Ford International Professor of Economics Massachussets Institute of Technology, Mit.

Lo mismo podría afirmarse de otros países. Pero si existe una política para hacer de manera prudente y cuidadosa esa explotación, entonces sí puede representar un beneficio neto para la economía nacional.

Dentro de ese contexto, lo que hay que hacer es tomar desde muy temprano algunas decisiones que son complicadas, además hay que crear unas cuantas entidades que garanticen que el petróleo se utilizará adecuadamente. Ese no fue el caso en México porque el mal uso y el abuso a que fue sometido el mineral llevo pronto a un proceso de desindustrialización y, por consiguiente, a la fuga de capitales. En México el salario mínimo, hace diez años, era de US$3.50 la hora y ahora, diez años más tarde, es de sólo US$1.50.

¿Qué se puede hacer? Una posibilidad es aislar completamente la economía, hasta donde sea posible, de los descubrimientos petroleros lo cual significa colocar todo el dinero en el exterior y ponerlo a engordar en bonos del Tesoro de los Estados Unidos o del Japón y guardarlo para después, y hacer que ese después esté bien lejano. Esto evitaría cualquier impacto sustancial en la economía fuera del efecto directo de su explotación sobre el PNB. Seguramente evitaría por completo la posibilidad de una "enfermedad holandesa" y crearía una muy buena posición crediticia para el sector privado y un máximo de condiciones financieras sin ningún efecto adverso.

Una alternativa radical sería tomar todo el dinero y consumirlo rápidamente, tanto en el sector público como en el privado, lo cual llevaría a una revaluación real significativa, a una desindustrialización masiva y a una fuga de capitales apoyada por una política de estabilización de la tasa de cambio por parte de un banco central rico. Eso es México. Así que la primera alternativa es: o guardarlo todo o "comérselo" todo pero pronto y, claro, la respuesta lógica es que ninguna de estas soluciones es la ideal. Pero si ninguna es la ideal, entonces tenemos que decidir cuánto dedicar a la economía y cuánto colocar en el exterior. Yo diría que 50% y 50%. Porque los ingresos por petróleo entran muy rápidamente y una vez que se agotan las reservas todavía queda mucho tiempo por delante y es posible que en diez años el petróleo haya perdido importancia, de manera que lo indicado es ahorrar la mitad en el exterior, sin tocarla, y utilizar la otra mitad aquí.

La segunda pregunta tiene que ver con la mitad que utilizaremos aquí. ¿Qué hacer: consumirla o invertirla? El argumento a favor de que se consuma, claro, es que hay necesidades sociales muy urgentes que podrían satisfacerse ya que finalmente hay recursos con qué hacerlo, y los fondos no provienen de la emisión de nuevo dinero sino del petróleo que se está produciendo. Pero, por otra parte, hay una gran necesidad de inversión. Pensemos, por ejemplo, que Corea invierte 30% de su PNB. Preguntémonos: ¿Cuánto está invirtiendo Colombia? no precisamente el 30%[1]. Es lo que pasa con quien se gana la lotería. Es más conveniente buscar una prosperidad estable y a largo plazo que una gratificación inmediata y efímera. ¿Dónde está la respuesta? Yo diría que se debe consumir una tercera parte e invertir las dos terceras partes.

Si se decide por invertir, hay que pensar si invertir en el sector público o en el sector privado. La inversión en el sector público siempre tiene mala fama, porque implica burocracia, desperdicio, pirámides y cosas que realmente no son necesarias. Por otro lado, la inversión en el sector privado tiene todas las bendiciones de un mercado libre: libre empresa, libertad para asumir riesgos y posibilidad de escoger en qué se quiere invertir el dinero. Yo creo que la inversión en el sector público es más importante de lo que parece. Y aunque es obviamente difícil escoger el campo adecuado para la inversión y hacer que sea verdaderamente eficiente, la respuesta puede ser una sana política económica y la disciplina puede indicar la dirección. La inversión en el sector público complementa significativamente la inversión privada. Este principio se aplica al campo de la infraestructura y, mejor aún, al de la educación, que no es un gasto de consumo sino de inversión. La inversión en el sector público debería llevarse la mitad, y la inversión en el sector privado la otra mitad.

En cuanto a la inversión en el sector privado, habría que preguntarse cómo hacerla. Yo mido este aspecto en términos de flujos de fondos, es decir, hay que trasladar los fondos del sector público al sector privado. Esto puede implicar la participación de algunos bancos del sector público especializados en el campo de la inversión,

1. Según las cuentas nacionales registradas por el DANE en Colombia, en 1990, ese porcentaje fue de 19.6% (nota de la editora).

preferiblemente en la efectuada por firmas pequeñas y medianas que no estén recibiendo la debida atención o quizás la participación minoritaria del gobierno en actividades que patrocinen inversiones en el sector privado y, así, hay muchas posibilidades. Sin embargo, creo que una proporción de 50% y 50% es la adecuada.

La inversión en el sector público es de vital importancia. Uno habla de estas proporciones, pero en realidad nunca se cumplen exactamente. Es necesario que desde el principio se creen algunas instituciones que se encarguen de garantizar que el gobierno observará de modo imparcial las reglas del juego. A mí me intrigan mucho las normas alemanas instituidas por las fuerzas de los Estados Unidos durante la ocupación, al final de la Segunda Guerra Mundial, las cuales fueron incorporadas a la Constitución Política germana, que tenía como objetivo fundamental dividir el presupuesto en dos partes: consumo e inversión. El presupuesto de consumo debe estar bien equilibrado y el de inversión puede ser financiado por medio de la deuda. En el caso colombiano, sería perfectamente razonable un sistema como éste, donde la educación fuera parte del presupuesto de capital y donde los ingresos petroleros se utilizaran como recurso del presupuesto de capital. Así se garantizaría que esos ingresos se utilizaran en forma razonable y quizás incluso se le pudiera asignar al presupuesto de consumo una partida del déficit, financiada con el petróleo, pero sería una desviación obvia de la norma de equilibrio del presupuesto.

He aquí una serie de normas sumamente crudas. Porque, como lo hemos visto en todos estos ejemplos, son muchas las cosas que se pueden hacer. Casi que se puede hacer cualquier cosa. Pero al final hay que escoger qué es lo que se quiere. Y no hay una regla perfecta y brillante que nos indique que debe ser un 35% o un 55%. Entonces utilicemos unas reglas básicas según las cuales sólo la mitad debe utilizarse para el presente y mucho para el futuro porque, de otra manera, la economía se indigesta y se "mexicaniza". La economía colombiana podría llegar a una situación como la de México en 1982 y eso no es lo deseable.

La otra norma es que la inversión debe repartirse en partes iguales entre el sector público y el sector privado porque el sector público puede absorber más recursos y el sector privado también los requiere. Los dos sectores se deben complementar, ninguno debe

quedar por fuera, el consumo es necesario en alguna medida, pero no en exceso, porque la economía colombiana está subcapitalizada en lo que se refiere a infraestructura, modernización comercial y educación.

Finalmente, surge otra pregunta: ¿No debería utilizarse alguna parte de este dinero que entra, o que ya forma parte de las reservas actuales, para pagar algo de la deuda externa? Se responde diciendo que no se debe usar para prepagar la deuda de los bancos comerciales pero sí la deuda del Banco Mundial. Porque es una deuda muy costosa y son préstamos que se pueden obtener de nuevo si se necesitan. En cambio, va a ser muy difícil volver a obtener los préstamos de la banca comercial internacional porque ellos son muy sabios y no le prestan sino a la gente que no necesita.

Esta excelente disertación que acabamos de oír nos lleva a interrogarnos sobre cuáles son las reglas básicas que podemos aplicar. Hay algunas sumamente elementales para la mejor utilización de esta bonanza. ¿Cómo evitar que destruya la economía y garantizar que a la larga dé algún resultado positivo, teniendo en cuenta siempre que la mitad de la gente que se gana la lotería, lejos de ser más felíz y de llevar una vida mejor, termina destrozando su vida? Para evitar los resultados de esa desafortunada mitad, es mejor preguntarse desde el principio: "¿Qué voy a hacer con toda esa maravillosa fortuna?". Realmente ha sido un placer poder participar en este panel con mis comentarios.

COMENTARIOS[*]

Luis Jorge Garay[**]

Es difícil hacer algún comentario luego de la excelente presentación de Juan Luis y de los comentarios del profesor Dornbusch. Teniendo la ventaja de que vivo en este país, quisiera hacer sin embargo algunos comentarios sobre los retos que plantea la nueva bonanza cambiaria de carácter público, la nueva bonanza fiscal que aparentemente empezaría a haber en Colombia a partir de 1995. Para ello, y para poder enfrentarla con un marco de análisis de política económica relativamente consistente, haré una breve presentación inicial sobre las experiencias que ha tenido Colombia con el manejo de bonanzas, de diferente tipo, en los últimos 15 o 16 años.

Me referiré en primer lugar, a la bonanza cafetera de naturaleza estrictamente privada de 1976, asumida como tal por el gobierno, al tomar la decisión de redistribuir el excedente directamente en su fuente hacia los agentes privados económicos. La frase clave fue: "La bonanza cafetera es de los cafeteros". Ustedes recordarán que en ese momento se vivió una situación macroeconómica de desestabilización muy similar a la de 1991 cuando hubo también otra bonanza. La tercera en los últimos 15 años. Ella fue y ha sido también

* Versión libre de la grabación magnetofónica, no revisada por el comentarista

** Asesor del Ministro Comercio Exterior.

de carácter estrictamente privado, fruto del ingreso masivo de capitales de diferente índole.

En eso quiero fijar muy claramente una diferencia sustancial con la presentación de Juan Luis cuando afirma que el año pasado se produjo una reacción rápida de los inversionistas extranjeros que creyeron en la apertura e ingresaron capital al país. Ello lleva a afirmar que hubo, en primer lugar, una inversión no solamente especulativa y, en segundo lugar, que fue una inversión hecha por agentes externos comprometidos en el mediano y largo plazo en el país, lo cual evidentemente no es cierto.

En el país, en los últimos dos años, ha habido una bonanza cambiaria privada de índole legal, paralegal y abiertamente ilegal cuyos componentes -en cuanto a magnitud e importancia- no conocemos ni en el sector público ni en el sector privado. Creemos que, como ha sucedido en el resto de América Latina, una parte importante no despreciable de la bonanza se explica por la afluencia de capitales netamente especulativos, llamados "capital golon- drina". En el caso de Colombia, sabemos también que existen unas circunstancias particulares que hacen que la bonanza de los últi- mos dos años tenga también un componente importante que me he tomado la libertad de llamar "capital langosta". Capital que es paralegal o ilegal, con unos fines estratégicos de ingreso al país. No tienen solamente intereses financieros de corto plazo, aunque usufructúan las condiciones especulativas en mercados de tasas de interés, de finca raíz y en el accionario.

Esta bonanza se manejó, en gran parte, durante el primer año, como una bonanza estrictamente privada y para ello se utilizó una política monetaria esterilizadora de corte tradicional con las consecuencias de desestabilización que todos conocen. Posteriormente, el gobierno ha venido introduciendo los correctivos para hacer una política económica integral con un programa macroeconómico de estabilización para poder conducir esa bonanza a términos que no atenten contra la desestabilización de corto plazo ni contra la perdurabilidad del nuevo modelo económico que se está implantando en el país.

En el intermedio de estas dos bonanzas el país ha vivido otras dos bonanzas diferentes. En 1985 hubo una minibonanza cafetera,

cuya raíz fue estrictamente privada. Fue menor de lo que se supuso en su momento, pero hubo una concertación social entre el sector público y los agentes privados propiamente usufructuarios de la bonanza, o sea, los cafeteros, con el propósito de distribuir el excedente de acuerdo con objetivos públicos. Esos objetivos fueron, en primer lugar, evitar caer otra vez en el desequilibrio fiscal cuando apenas se estaba consolidando el proceso de ajuste en Colombia; en segundo lugar, consolidar la situación cambiaria y, en tercer lugar, en medio del ajuste, proveer los recursos para hacer el gasto social y para reafirmar el proceso de ajuste del sector financiero. La utilización de ese excedente público, con esos propósitos, creó un precedente importante. Sirvió para un fin social y evitó que fuera utilizado para enriquecer a unos pocos en desmedro del resto de la población.

Entre 1987 y 1989 hubo otra bonanza, pequeña, la de la explotación petrolera de Caño Limón, que generó un excedente de carácter estrictamente público y se manejó, en ese entonces, con el criterio de que los excedentes de Ecopetrol y de la explotación del petróleo fueran también conducidos con un criterio público para ayudar a financiar faltantes irremediables de otros sectores o segmentos del sector público y que esa bonanza tampoco llevara a una desestabilización de la economía. Hubo fallas en la implantación de la estrategia pero de todas maneras el país comprobó que también, guardadas proporciones, podía estar en capacidad de manejar un excedente público.

De todas estas experiencias tenemos que aprender. Porque la nueva bonanza cambiaria y fiscal que tendrá el país en el próximo futuro no tiene precedentes. Será una bonanza pública y súbita que generará excedentes, en medio de una situación mundial que todavía es incierta.

Para analizar cómo manejar la nueva bonanza petrolera, quisiera llamar la atención sobre los siguientes elementos básicos. En primer lugar, tenemos que tener en cuenta que probablemente, de aquí a 1995, no habrá cambios dramáticos en el mercado financiero internacional. En términos de que posiblemente va a haber un incremento rápido, abrupto y drástico de las tasas de interés internacionales. Si eso es cierto, y si también lo es la hipótesis que hemos venido manteniendo algunos de que la afluencia de capitales

actual no es sólo de capital especulativo y que además hay factores de expulsión de capitales de Estados Unidos aunada al hecho de que se van a seguir profundizando los controles al lavado de dólares y al movimiento de dólares de dudoso origen en el mundo, y dada nuestra situación particular, tendríamos que el nivel de reservas de aquí a 1995 probablemente seguirá aumentando. Si se toman medidas correctivas podrá atenuarse el ritmo al que se dará ese aumento.

Vamos a enfrentar la bonanza siguiente de Cusiana con un nivel bastante cómodo de reservas si no se han tomado medidas que ayuden a reducir las reservas internacionales. Pero ese no es el punto más importante. Lo fundamental es que para llegar allá en buenas condiciones macroeconómicas se requiere seguir profundizando en el programa de estabilización macroeconómica que tiene el país y que el gobierno ha venido implantando. En la primera etapa se avanzó muy lentamente, con severos costos para la sociedad en su conjunto. Afortunadamente el pragmatismo y el gradualismo colombianos han llevado a que el actual gobierno haya ido tomando las medidas correctivas sin cambiar el modelo económico. Porque no se trata de eso. Se trata es de corregir la política macroeconómica para adecuarla, de la manera más conveniente, a consolidar el modelo económico en el país. El gobierno ha venido actuando en la dirección correcta.

Si las condiciones que hemos mencionando siguen dándose, es claro que vamos a tener una experiencia nueva y un aprendizaje de esta experiencia. Debemos tener supremo cuidado con el manejo de la tasa de cambio, con el ingreso de capitales privados y con la libertad cambiaria que hemos venido practicando. En la medida en que continúe la expulsión de capitales de los países centrales y en que permanezcan bajas las tasas internacionales de interés y los controles, claramente vendrán al país capitales por muchas razones de los tres tipos que hemos visto y, creo yo, tendrá que haber la voluntad y la decisión de asumir controles adicionales a ciertos movimientos de capital, así ese tipo de controles no vaya dentro de la filosofía global de la libertad cambiaria. No están dadas las condiciones, que la teoría económica aconseja, para que sea viable tener esa libertad cambiaria en un país como Colombia. Hay que tener mucho cuidado y observar el comportamiento de cuentas

como el ingreso de recursos a través del endeudamiento externo privado masivo que estamos viendo, al igual que con los fondos de inversión privada, ver hacia dónde se orientan y seguir con cautela el movimiento externo de los ingresos personales y de las transferencias.

¿Para qué hacer todo esto? Se preguntará alguien. "¿Acaso no es demasiado heterodoxo caminar por esta vía?" Evidentemente, es heterodoxo, pero sería aún más heterodoxo derrumbar el nuevo modelo económico que estamos implantando, con severos costos en la transición para la sociedad en su conjunto. No debemos sacrificar el objetivo de mediano y largo plazo del país. Es necesario adoptar oportuna y decididamente los correctivos.

Aparte de este problema de cómo llegamos a 1995, que en mi concepto no lo tenemos solucionado, en la medida en que siga actuando de esa manera la cuenta de ingreso de capitales, yo quisiera hacer simple y llanamente el siguiente listado de inquietudes o agenda para el debate público que el país tiene que enfrentar.

En primer lugar, es fundamental comprender y tener presente que la bonanza que va a vivir el país es de carácter estrictamente público. No es de carácter privado. Dado su carácter público, el gobierno y el Estado, como representantes de un interés colectivo y de una sociedad democrática formal, deben buscar no sólo la implantación de la política económica que sea más efectiva para el logro de un objetivo de largo plazo del país sino también para cuidar los efectos distributivos que tenga la siguiente bonanza. En 1991 la bonanza estrictamente cambiaria privada significó un costo parafiscal, por concepto del pago de intereses, equivalente al 2% del PIB lo que favoreció sólo a muy pocos agentes privados y puso en riesgo la estabilización del sistema en su conjunto, dada la fragilidad de nuestro sistema económico. El país tiene que tomar conciencia de que hay que manejar la nueva situación con un criterio público y que el gobierno es el ente responsable, en última instancia, de la conducción de dicho excedente. Y este punto nos lleva al siguiente cuestionamiento.

Si bien hay una decisión política administrativa y económica del país de llevar a cabo una descentralización en el sentido amplio de

la palabra en medio de una profundización del proceso democrático de participación ciudadana, necesitamos como país volver a afrontar esa pregunta, ese interrogante, ese camino, esa alternativa de cómo vamos a manejar ese excedente público nacional en medio de un proceso de descentralización cuando la riqueza del excedente está concentrada en muy pocas regiones. No solamente tenemos el reto de diseñar una política macroeconómica consistente que facilite y garantice el éxito del nuevo modelo del país, sino que necesitamos también que dentro del proceso de descentralización política y administrativa no se produzca un serio problema de fraccionamiento del territorio nacional, con severos desequilibrios nacionales, atentando no sólo contra la viabilidad de la estabilización macroeconómica sino también contra la viabilidad de un proceso racional del gasto público.

Este elemento de la agenda ya está en discusión en esta legislatura en el Congreso Nacional. Lo que empiece a decidirse a partir de ahora respecto al Fondo Nacional de Regalías, a la manera como se van a empezar a distribuír ex-ante los excedentes petroleros entre las regiones, el gobierno central y la empresa explotadora, va a determinar claramente las posibilidades reales de conducir de una manera racional como interés colectivo público de toda la nación un excedente de las características de Cusiana. En la medida en que no seamos lo suficientemente disciplinados y estrictos en la conducción de estos excedentes regionales afectaremos la estabilidad del proceso macro e incurriremos en el riesgo de acentuar el fraccionamiento del país.

El tercer elemento de la agenda tiene que ver con cuál debe ser la política macroeconómica más adecuada aún si el excedente es totalmente centralizado en cabeza o bien del gobierno central o bien de un nuevo ente que represente el interés público de las regiones del país y de la sociedad en su conjunto. Juan Luis, en su excelente presentación, ha mostrado un primer esbozo de las cuestiones que el país tiene que enfrentar. Lo que me queda claro, de acuerdo con la experiencia colombiana de cómo se manejan bonanzas de esta naturaleza, es que se requiere un programa integral macroeconómico y social. No es posible hablar de políticas aisladas. Esto requiere una estrategia nacional que debe ser ampliamente

debatida a partir de este momento. Afortunadamente el gobierno, que es el que tiene más elementos de juicio a esta altura, nos presenta un trabajo como el de Juan Luis, que pone en el debate público un problema que le corresponde definir a la sociedad y no sólo al gobierno actual ni menos al gobierno siguiente sino a la sociedad en su conjunto.

Aparte de la política macroeconómica adecuada, nos queda un interrogante sobre si, aun teniendo un programa macroeconómico hacia la estabilización y la apertura y la reforma estructural, surgen serios cuestionamientos sobre cuál debe ser la combinación de las políticas monetaria, cambiaria, fiscal, de financiamiento interno y de endeudamiento externo más apropiada y eficaz para lograr este fin.

El trabajo de Juan Luis tiene el mérito de mostrar los casos, perdón por decirlo así, más obvios, pero deja vislumbrar claramente cómo tenemos un serio problema en el estilo de industrialización. ¿Cuál es ese estilo de industrialización, si esa fuera la respuesta? ¿Hasta qué punto el país va a seguir recorriendo el sendero de integración cada vez más agresiva al mundo externo en medio de una abundancia de recursos sin que por ello implique que el país va a malgastar sus recursos a través del consumo superfluo y que más bien va a poder orientarlos hacia la inversión social y la inversión productiva? Dentro de este proceso, ¿cuál va a ser el objetivo del Estado en pleno proceso de reforma estructural y de un nuevo modelo económico de mercado? Claramente tendrá que resurgir el viejo debate sobre el Estado vs el mercado. Ya no se hablará del Estado a la usanza de los años sesentas ni de los setentas y menos a la de los ochentas. Se hablará de la nueva forma de Estado. O sea, la nueva configuración de ese gobierno central en medio de una abundancia colectiva para lograr que esa abundancia se traduzca en un bienestar colectivo perdurable. Ese es el nuevo Estado que necesitamos. No es el Estado interventor, no es el Estado planificador, no es el Estado programador, sino un gobierno central con unas entidades descentralizadas que correspondan a una nueva racionalidad política, obviamente, pero también a una nueva racionalidad económica, una nueva lógica de mercado en la conducción del Estado.

Estos son apenas algunos de los temas. Pero son suficientes. Quizás ustedes pensarán que se han exagerado los problemas. Pero el orden de magnitud de lo que pueden venir a ser los excedentes

de Cusiana debe llamarnos a la reflexión colectiva hoy, no en el año 1997 cuando nuestros asociados estén en pleno ***boom*** de explotación y exportación de nuestros recursos. Esta es una decisión de la sociedad y no de los gobiernos. El Congreso Nacional va a tener en sus manos una cuestión supremamente grave con respecto a todo el proceso de descentralización en esta legislatura y en la siguiente. Ojalá cuente con los mejores elementos de juicio para no crear problemas que después sea difícil revertir y solucionar.

Por último, queda siempre una reflexión ya comentada por Rudiger Dornbusch. No necesariamente esta riqueza petrolera debe ser explotada inmediatamente y menos aún si pone en serio riesgo la estabilidad del conjunto de la sociedad. Hay que evaluar seriamente cuál debe ser la política de explotación de ese recurso en el país.

El trabajo de Juan Luis nos brinda la oportunidad de que los académicos, las autoridades gubernamentales y legislativas y una diversidad amplia de representantes de la sociedad entren en un debate constructivo sobre toda esta temática so pena de que Colombia, con esta bonanza, no dé un paso al futuro sino un gran salto al vacío, hacia el pasado.

*ESTABILIZACION MACROECONOMICA Y TASAS DE INTERES EN COLOMBIA: ¿SE AGOTO OTRO MODELO?**

Alberto Carrasquilla Barrera[**]

INTRODUCCION

Desde 1990, fecha en que se celebró el último Simposio Sobre Mercado de Capitales, la discusión económica colombiana ha girado, en grado importante, alrededor de la política de estabilización. Esto refleja un hecho importante, los efectos de la llamada "apertura" a nivel del crecimiento, la distribución del ingreso y el bienestar, ejes básicos de la discusión en el último simposio, han sido desplazados en favor de una problemática esencialmente diferente: los retos para la política de estabilización macroeconómica que han acompañado su fase inicial.

Esto es enteramente racional si, como se muestra en el Cuadro 1, tenemos en cuenta que con relación a tendencias de largo plazo, en 1990 obtuvimos resultados asimétricos en ambos frentes. En efecto, mientras que sobrepasamos la inflación de "tendencia" en

*. Las opiniones son del autor y no comprometen al Banco de la República. Partes sustanciales de este trabajo se vieron beneficiadas por discusiones y comentarios de J.C. Jaramillo, R. Junguito, R. Steiner y M. Urrutia. Las limitaciones son mi exclusiva responsabilidad.

** Subdirector del Departamento de Investigaciones Económicas Banco República

6%, lo cierto es que en 1990 superamos, incluso, el crecimiento de tendencia.

• CUADRO1
INFLACION Y CRECIMIENTO OBSERVADOS VS. TENDENCIAS 1955-1989[1]

	INFLACION	CRECIMIENTO
1989	0.92	0.56
1990	1.06	1.02

El gobierno planteó, con mucha razón, que una explicación importante del deterioro real del crecimiento con respecto a su tendencia, observado especialmente en 1989, se debía al agotamiento de lo que se llamó un "modelo de desarrollo"[2]. Es interesante y merece reflexión el hecho de que al comenzar la apertura, en 1990/91, el resultado haya sido más grave en cuanto a la inflación que en cuanto al crecimiento.

Es decir, si bien es aceptable plantear el agotamiento de un modelo de desarrollo como explicación del resultado en materia de crecimiento de estos últimos años, también es necesario reconocer la necesidad de discutir hipótesis sobre el posible agotamiento de un "modelo de estabilización" y sus secuelas en materia de inflación.

El objetivo de este documento es contribuir en la discusión de este problema en el caso colombiano. El trabajo se divide en tres partes. En la primera, se presenta una discusión de la inflación en Colombia en el contexto del concepto de "modelo de estabilización" que allí se introduce. Se encuentra, en síntesis, que en Colombia ha existido un conflicto desde finales de los sesenta entre la política de "crecimiento" y la política de "estabilización" y que la síntesis más clara de este conflicto lo constituye el manejo cambiario.

En la segunda parte se discute el tipo de manejo coyuntural ejercido en el período 1990-92 el cual constituye un ejemplo muy claro de las dificultades que encuentra la autoridad al decidirse por

1. Se comparan los valores observados de la variable X y los estimados por una regresión X=a+bTEND, estimando el período 1955-89.

2. Esto es válido, incluso aceptando que no se ha escrito mucho sobre el impacto del ajuste fiscal 1984-86 sobre la tasa de crecimiento.

un manejo activo del tipo de cambio y al intentar validar el desequilibrio que engendra con medidas que distorcionan relaciones de largo plazo fundamentales en la economía colombiana a lo largo de los años, como es la relación entre las tasas de interés internas y las externas. El capítulo, a su vez, presenta dos discusiones: la primera se refiere al origen de la aceleración inflacionaria experimentada en 1989-90 y la segunda, de naturaleza más conceptual, a las posibilidades de manejo que han enfrentado las autoridades en 1992 frente a la presión proveniente del sector externo. Se encuentra que el período en cuestión constituye un ejemplo claro de las dificultades inherentes al "modelo de estabilización" descrito en el capítulo anterior.

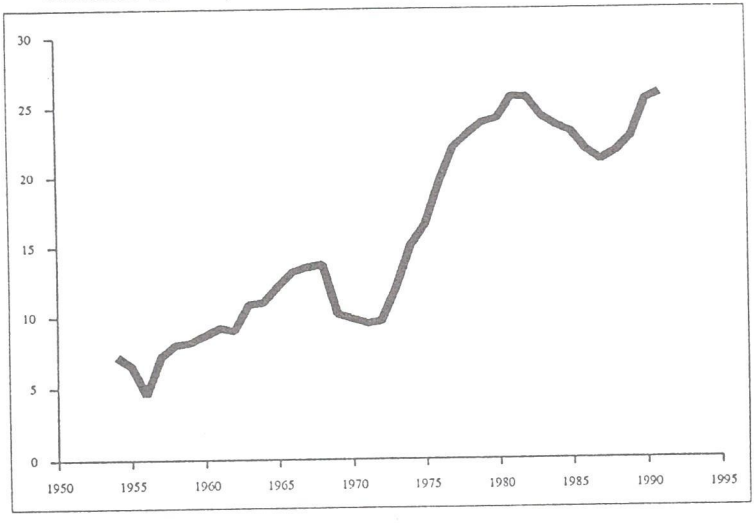
En la tercera parte se discute la relación entre política monetaria, inflación y tasas de interés en la economía colombiana. El punto, íntimamente ligado con el capítulo precedente, es el siguiente; se ha argumentado que las tasas de interés reflejan en sentido amplio las expectativas de inflación en el país. De otra parte, se argumenta que tasas de interés altas inhiben expansiones de la demanda agregada y contribuyen a reducir la inflación.

Si las tasas de mercado se elevan, los dos argumentos predicen, aparentemente, resultados diferentes. Unos alegarían que es un síntoma ex-post de un acentuamiento de presiones inflacionarias básicas, las cuales son comprendidas como tales por los agentes. Otros dirían que es un síntoma ex-ante de una contracción de la demanda nominal y de reducciones consecuentes en la inflación futura. Curiosamente, esta paradoja ha recibido poca atención en la literatura teórica y empírica. En torno de este problema se estructura la tercera parte del documento.

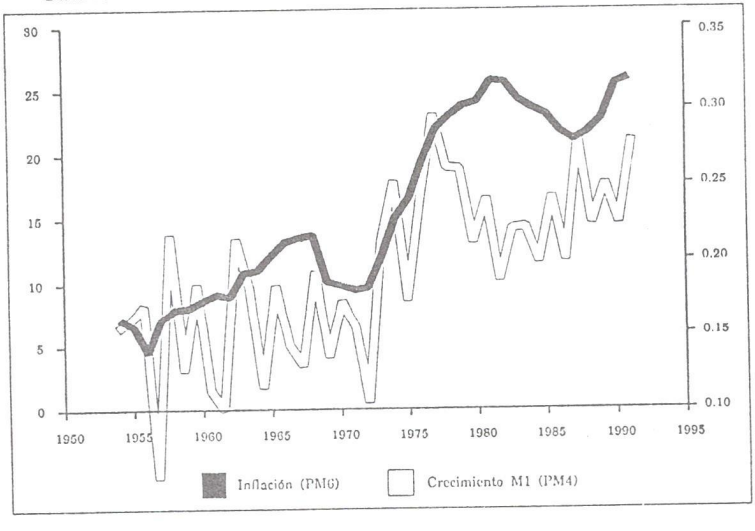
1. ESTABILIZACION Y CRECIMIENTO

Este capítulo presenta algunas consideraciones acerca de la inflación de largo plazo en Colombia. Al examinar el Gráfico 1, que muestra el incremento anual del Indice de precios en Colombia entre 1954 y 1991 medido en términos de promedios móviles de orden 6, surge, inmediatamente, la característica más interesante del problema aunque la inflación presenta una tendencia creciente en la primera parte de la muestra, interrumpida hacia finales de

- GRAFICO 1
INFLACION 1954-1991 / Promedios Móviles (6)



- GRAFICO 2
DINERO E INFLACION



los sesenta, el salto que se observa hacia 1970-73, es el aspecto más sobresaliente que presenta la serie.

En el Gráfico 2 presentamos esta variable junto con la serie de crecimiento monetario, también en promedios móviles, y constatamos, sin que ello sea de manera alguna una sorpresa, que junto con el disparo inflacionario, se acelera la tasa de crecimiento del dinero.

Teorías no faltan en torno de este problema. En primera medida, podríamos pensar en explicaciones de tipo fiscal. La pregunta sería: Es cierto que hacia comienzos de los años setenta el sector público elevó su presión sobre la economía y causó la inflación, al requerir más financiación monetaria?

En el Gráfico 3 presentamos esta misma serie de inflación en relación con el déficit fiscal consolidado, medido a través del financiamiento[3]. Se observa que, aunque durante períodos tales como 1984-87 el ajuste fiscal contribuye en la desaceleración de la inflación, la relación no es, ni mucho menos, un patrón generalizado. Puesto de otra manera, el déficit fiscal no explica la aceleración inflacionaria del período 70-81.

En el Gráfico 4 constatamos que esto también es cierto si medimos la presión fiscal como proveniente de la relación entre gasto público y PIB. No es cierto que un aumento inusitado del gasto público haya implicado el disparo inflacionario. En esta dirección, la dinámica de la inflación colombiana sugiere varias líneas de análisis interesantes sobre las cuales ha habido relativamente poca investigación. En este primer capítulo examinamos dos de ellas; la primera tiene que ver con la elevación de la tasa de inflación y de crecimiento del dinero a partir de 1970-73 y su posterior estabilidad relativa en los ochenta. En este capítulo estudiamos este punto usando el concepto de indexación de contratos nominales a término con respecto al comportamiento del nivel de precios.

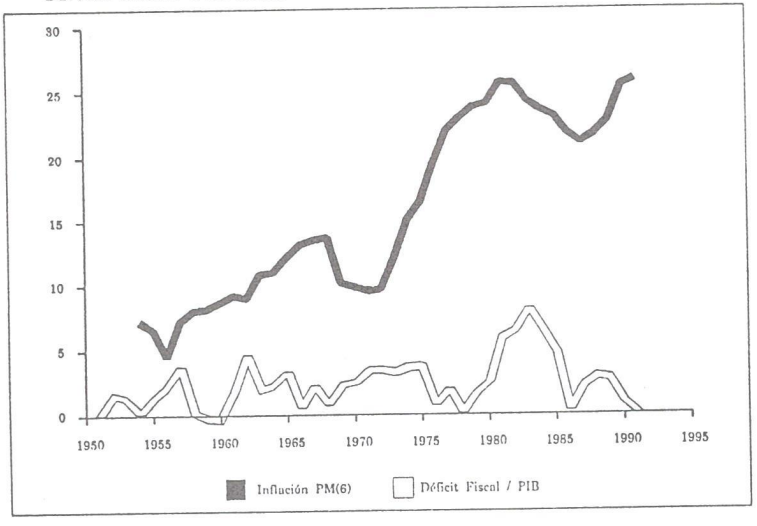
En segundo término, en este capítulo estudiamos algunos de los costos reales potencialmente derivables de niveles más altos de inflación.

Para discutir el problema de aceleración inflacionaria se puede partir de uno de dos esquemas; o bien se supone que los shocks que

3. Usamos, en otras palabras, la metodología propuesta por García y Gutterman (1986).

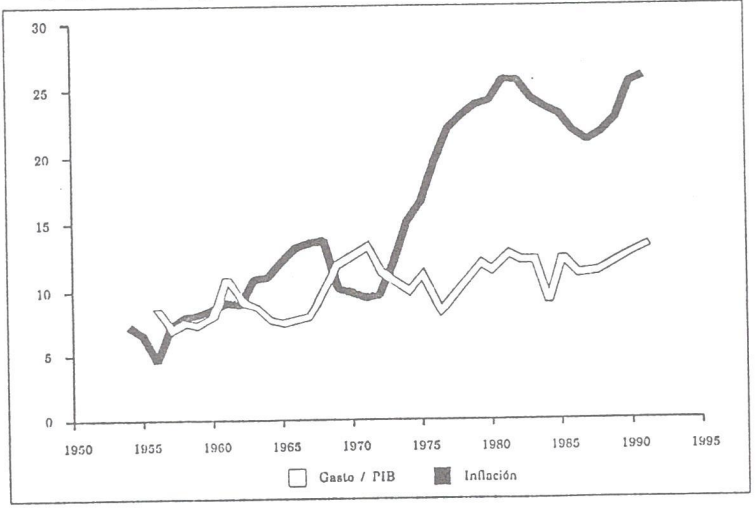
- GRAFICO 3

DEFICIT FISCAL E INFLACION



- GRAFICO 4

INFLACION (PM (6)) Y GASTO PUBLICO



sufre la economía son diferentes a partir de 1990, o bien se supone que aunque los shocks son generados por una misma función de densidad, su asimilación macroeconómica es diferente. Esto es, en el contexto de shocks exógenos simétricos en uno y otro período, se tomaron decisiones que implicaron hacer persistentes dichos shocks. En el capítulo planteamos la siguiente hipótesis ordenadora.

Primero, el salto en la inflación y el crecimiento monetario observados hacia comienzos de los setenta coincide con un incremento en el grado de indexación de la economía. Es decir, enfrentando shocks que no se pueden caracterizar como sustancialmente diferentes a los históricos, la economía generó y amplió mecanismos a través de los cuales estos shocks tienden a perpetuarse.

Este fenómeno se puede entender, por tanto, como el resultado de decisiones que toman los colombianos que llevan a una elevación de la inflación y de intentar, mediante la indexación, minimizar sus costos.

Segundo, aunque las autoridades aceptan niveles más altos de inflación, lo hacen sólo por debajo de un "techo" exógeno, el cual se define en el ámbito político, y de ahí la relativa estabilidad de la inflación colombiana en los ochenta. Es claro que en el contexto de un proceso inflacionario provisto de un nivel elevado de indexación se corre el riesgo de que un choque nominal eleve la inflación de manera permanente y por ello la coexistencia empíricamente observable, de alta indexación y relativa estabilidad sugiere que existen mecanismos de ajuste que alteran, temporalmente, el funcionamiento económico[4].

Al peligrar la inflación "de consenso", las autoridades utilizan como principal instrumento de manejo macroeconómico el ritmo de la devaluación nominal. En períodos de aceleración inflacionaria, la devaluación se reduce si la inflación sobrepasa determinado nivel. Esta hipótesis sugiere una función de pérdida para las autoridades relativamente compleja; en períodos de inflación baja se persigue un objetivo de "largo plazo" (paridad cambiaria) y al

4. Para un examen teórico de este peligro de explosión inflacionaria con indexación cambiaria, ver el trabajo de Adams y Gros (1986).

acelerarse la inflación se hace efectivo mecanismo de ajuste basado en la desindexación cambiaria, frecuentemente implicando apreciación real al no atacarse el problema de la indexación salarial.

En la segunda parte nos formulamos el problema de si en Colombia la inflación ha sido o no neutral en términos del crecimiento económico. Examinando la literatura teórica, el analista encuentra fácilmente que no hay consenso alguno; existen posiciones derivadas del trabajo de Sidrauski (1967) según las cuales, aunque la inflación reduce el bienestar, no afecta el crecimiento. De otra parte, hay posiciones derivadas del modelo de portafolio con crecimiento de Tobin (1965) según las cuales la inflación reduce la tasa de interés real y puede incluso llegar a estimular el crecimiento a corto plazo[5].

Sin embargo, la literatura empírica ha mostrado que la inflación anticipa con alguna claridad caídas en el crecimiento a corto y a largo plazo. Nosotros retomamos una línea nueva de modelos que predicen una relación negativa entre inflación y crecimiento, estimando un modelo empírico para Colombia.

Al encontrar una relación negativa, surge la siguiente pregunta: ¿Qué precio relativo se modifica de tal forma que los recursos no se asignen eficientemente? Se estudiaron dos posibilidades; la primera es el efecto de la inflación sobre su predictibilidad. El segundo, la relación entre inflación y dispersión de los precios relativos.

1.1. Inflación e Indexación

A. Indexación

La indexación se puede definir, globalmente, como un tipo de dinámica macroeconómica en la cual un grupo amplio de variables nominales incorporan eficientemente lo sucedido con la inflación en el pasado. La indexación surge como respuesta al proceso inflacionario mismo y su efecto es limitar las transferencias de recursos de unos sectores a otros originados en la persistencia de la inflación. Por ejemplo, al atar contratos de deuda a término al índice de precios, se elimina una transferencia del acreedor al

5. A largo plazo, cuando la economía crece a la tasa de interés real, el crecimiento se reduce. A corto plazo modelos como el de Lucas (1973) han sugerido que sorpresas inflacionarias pueden conllevar crecimiento.

deudor. Otro ejemplo es el resultado de modelos tipo Gray (1976) en los cuales, como consecuencia de la indexación, el salario real es independiente del nivel de precios y no permite la transferencia de un factor de producción a otro.

De otra parte, la indexación tiende a perpetuar el proceso inflacionario. Por ejemplo, un choque exógeno y puramente temporal de precios se refleja uno a uno en el conjunto de los contratos nominales de la economía y la indexación como tal tiende a volverlo permanente.

Para examinar el problema, partimos de un esquema convencional utilizado recientemente, por ejemplo, por Edwards (1991). Supongamos que el incremento en el nivel general de precios está dado por la suma ponderada del incremento en el precio de dos bienes, uno comerciable (C) y otro no comerciable (N)[6]. Adicionalmente, suponemos que el precio de C sube con la devaluación nominal (S) y el precio internacional (P*). De otra parte, el mercado de no comerciables tiene precios flexibles, igualándose continuamente la oferta y la demanda, variables que dependen de los precios relativos (Pn/Pc) y el ingreso (Y), de una parte, y del salario real (W/Pn), de otra. Finalmente, el salario nominal (W) está indexado a la inflación pasada. Formalmente, el esquema convencional anterior se puede sintetizar en las siguientes 5 ecuaciones:

$$\pi_t = \alpha \pi_t^C + (1 - \alpha)\, \pi_t^N$$

$$\pi_t^C = E_{t-1}\ (\hat{S}_t + \pi_{t-1}^{*C})$$

$$\hat{S}_t = \theta\ (\pi_{t-1} - \pi_{t-1}^{*})$$

$$N^D \left(\frac{P_{Nt}}{P_{Ct}}\ ,\ Y_t \right) = N^S \left(\frac{W}{P_N} \right)$$

$$\hat{W}_t = \beta \pi_{t-1}$$

6. Ver Edwards (1991).

Los dos indicadores claves de indexación son, de una parte, la indexación cambiaria, que se captura en el parámetro Θ y la indexación salarial, capturada a través del parámetro β.

Usando la ecuación (3):

$$\hat{S}_t = \theta \hat{P}_{t-1} - \theta \hat{P}^*_{t-1}$$

adicionalmente suponemos que:

$$E_{t-1} \hat{P}^*_{ct} = \hat{P}^*_{ct}$$

Con E el operador de expectativas. Podemos mostrar que la dinámica de la inflación es una ecuación en diferencias de orden uno del tipo:

$$\pi_t = A\pi_{t-1} + B\pi^*_t \quad C \frac{\dot{Y}}{Y}$$

con

$$A = \frac{(\mu\theta + \epsilon\beta) + \alpha\epsilon(\theta - \beta)}{(\mu + \epsilon)}$$

donde, como antes, los parámetros Θ y β miden el grado de indexación (ambos mayores o iguales a cero), μ mide la elasticidad de la demanda por bienes no comerciables al precio relativo (negativa) y ϵ mide la elasticidad de la oferta de no comerciables al salario real medido en términos de comerciables (negativo).

Teóricamente, por tanto, el coeficiente A debe tener signo positivo. De otra parte, si suponemos que el grado de indexación es idéntico en los frentes cambiario y salarial ($\Theta - \beta = 0$), entonces es absolutamente claro que incrementos en el grado de indexación elevan el coeficiente A.

En Colombia estimamos una versión de la ecuación (6) para el período 53-90 obteniendo:

$$\pi(t) = \underset{(1.95)}{0.03} + \underset{(9.35)}{0.85\,\pi(t-1)}$$

donde π es la tasa anual de inflación, y A es igual a 0.85, reflejando una indexación amplia, de hecho un proceso similar a un paseo aleatorio[7].

Hay una pregunta empírica interesante que surge de lo anterior: ¿Cómo ha evolucionado el grado de indexación en Colombia en los últimos años?

La estrategia que escogimos para responder esta pregunta fue la técnica de Filtros de Kalman. Brevemente, el modelo es:

$$\pi(t) = \alpha(t)\pi(t-1) + \sigma(t)$$

$$\alpha(t) = \alpha(t-1) + \mu(t)$$

con t=0, T; σ y μ procesos aleatorios normales e independientes; var $(\sigma_t) = A(t)$ var $(\mu_t) = B(t)$. Se ve que en el modelo el grado de indexación α cambia en el tiempo, pudiendo aumentar o disminuir. Para estimar $\alpha(t)$ partimos de la idea de que en cada momento del tiempo hay una estimación ex-ante de α y un error de estimación. De otra parte, este error tiende a ser tomado en cuenta en la estimación subsiguiente. Este proceso interactivo conduce a que $\alpha_{(t)}$ sea un proceso que involucra la corrección del error.

Como $\alpha(t)$ es la realización en t de una secuencia aleatoria, suponemos que var $(\alpha_t) = \Sigma(t)$. Dados $\Sigma(0)$ y $\alpha(0)$, los datos iniciales, el ejercicio consiste en integrar el siguiente conjunto de ecuaciones en el período (1,T):

$$Q(t) = \Sigma(t-1) \qquad \Sigma_t = B_t - \frac{(Q\Pi_{t-1})^2}{(Q\Pi_{t-1})^2 + B_t}$$

$$\alpha_t = \alpha_{t-1} + \frac{\Sigma_t \Pi_{t-1}}{B_t}(\Pi_t - \alpha_{t-1}\Pi_{t-1})$$

7. Estrictamente hablando no podemos probar la hipótesis nula de raíz unitaria con las tablas convencionales ya que este modelo fue estimado con un filtro ARI. De todas formas, sobresale un estimador de 0.85 es alto.

De esta forma, obtenemos una secuencia para $\alpha(t)$, 2 el grado de indexación, a lo largo del período (1,T). Estimamos $\Sigma(0)$ y $\alpha(0)$ usando MCO sobre una muestra inicial. El Gráfico 5 lustra la evolución de este índice para el período 1970-90 en Colombia.

Se observa que, efectivamente, tal y como se dijo, el indicador de indexación presenta un salto durante los primeros años de los 70, lo que coincide, con un incremento de la inflación. Nótese que no es necesario que esto ocurra; puede haber alta indexación en países de inflación baja. También hay que resaltar que la indexación viene presentando una tendencia creciente en los últimos años, volviendo los contratos nominales mucho más dependientes de la inflación del período anterior.

B. Inflación y manejo cambiario

La hipótesis que planteamos en la introducción a este capítulo es doble; primero, la sociedad colombiana tomó decisiones que elevaron la inflación hacia comienzos de los setenta, quizás con la idea, correcta, de que con ello la estabilización. La indexación sirve para que estos nuevos niveles no modifiquen en grado importante el status quo de las variables reales. Segundo, una razón por la cual una economía muy indexada no ve explotar su tasa inflacionaria, posibilidad a todas luces muy clara matemáticamente, es la existencia de una función implícita de pérdidas gubernamentales en la cual existe un "techo" más allá del cual la inflación sería intolerable. Ello sugiere qué variables nominales han sido desindexadas, en ocasiones, por las autoridades económicas como un instrumento de estabilización.

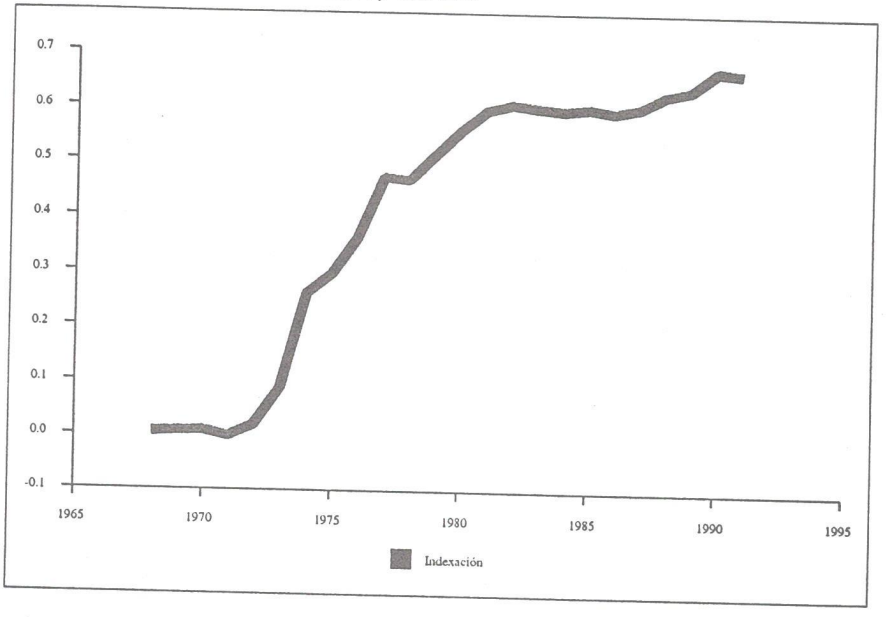
Formalmente, la autoridad castiga dos eventualidades: la inflación y el desalineamiento cambiario. Su función de pérdidas se puede escribir como:

$$L = a\pi^2 + b(e-e^*)^2$$

con a y b reflejando, respectivamente, el castigo que asigna la autoridad a la inflación (π) y b el castigo que le asigna a una desviación del tipo de cambio real (e) respecto de un nivel

GRAFICO 5

COEFICIENTE DE INDEXACION / 1968-1991



exógenamente definido como deseable, e*. El punto importante es que los parámetros a y b son función del nivel de inflación:

$$a = a(\pi) \quad a' > 0 \quad ; \quad b = b(\pi) \quad b' < 0$$

Si definimos las siguientes relaciones:

$$\pi = \Upsilon_1 \epsilon$$

$$\acute{e} = \Upsilon_2 \epsilon$$

con ϵ la devaluación nominal surge inmediatamente la naturaleza básica del problema. Una reducción exógena del tipo de cambio real observado (e), o un incremento en el tipo de cambio real deseado (e*) implica costos. La devaluación nominal puede lograr un realineamiento cambiario pero implica elevar la inflación. Para

niveles bajos de inflación este costo puede ser bajo[8], para inflaciones altas el costo es excesivo. De esta forma, en inflación alta, resulta racional sacrificar el objetivo de tasa de cambio real[9].

Como ya se mencionó, las autoridades, pueden aceptar inflaciones altas pero que no sobrepasen un techo impuesto exógenamente, haciendo que en el momento en que éste se supera se utilice la desindexación como instrumento de manejo macroeconómico. La hipótesis es que si la inflación supera este techo, reduce el ritmo de devaluación.

Para examinar esta segunda hipótesis se hizo el siguiente ejercicio. Primero, calculamos el cambio en el ritmo de la devaluación mensual (que es totalmente controlado por la autoridad). Segundo, procedimos a relacionar este indicador con el comportamiento previo de la inflación. Concretamente, lo que se hizo fue reordenar una muestra mensual de manera creciente en la inflación y ver, en cada caso, qué ocurría con el ritmo de devaluación del período siguiente (el ejercicio se realizó con datos mensuales de 1970 a 1991).

Encontramos que en los períodos en que la inflación es baja (la primera mitad de la muestra reordenada) el promedio anual de la aceleración de la devaluación es 11%, mientras que cuando la inflación es alta (la parte superior de la muestra) en promedio, este se reduce a 6% anual.

Se realizó el mismo ejercicio teniendo en cuenta el techo de 28% de inflación anual. En los períodos en que la inflación es menor a este 28% la aceleración de la devaluación es de 18.7%, mientras que si estamos en una inflación superior a este valor se desacelera la devaluación en un promedio de -11% anual.

Este ejercicio simple ilustra el hecho de que la tasa de cambio nominal ha sido utilizada en ocasiones y con éxito como uno de los instrumentos para el control de la inflación, por lo menos en los últimos 15 años.

8. En 1990, por ejemplo, la tasa de inflación era vista como "baja" y se optó por devaluar para obtener una nueva tasa de cambio real deseada.

9. Por ejemplo, es el caso de la bonanza cafetera de finales de los setentas.

1.2 Algunos Costos Reales de la Inflación

A. Introducción

En la presente sección pasamos a estudiar otro aspecto: los efectos reales de la inflación; es decir, los efectos que esta variable nominal puede tener sobre la dinámica real de la economía.

El problema no es simple y es sujeto de debate teórico y empírico aún hoy. Para empezar, en un estado estacionario neoclásico, que parte de una función de utilidad referida a un consumidor representativo que vive un horizonte infinito. Sidrauski (1967) mostró que no existe relación alguna entre la expansión monetaria y la actividad real. Es decir, el dinero es "superneutral" en términos del producto. Llevando este razonamiento un poco más allá se puede argüir que, siendo la inflación de estado estacionario igual a la tasa de expansión monetaria, no existe relación entre inflación y crecimiento; es decir, la economía exhibe una curva de Phillips vertical.

Más formalmente, en el modelo de Sidrauski la tasa de interés real es insensible a la tasa de inflación[10]. Este resultado implica que, por construcción, la utilidad del consumidor cae con la inflación[11] y que el crecimiento de largo plazo, basado en un stock inmodificado de capital, no se altera.

Otros modelos permiten la posibilidad de que la tasa de interés real varíe. Por ejemplo, Tobin (1965) sugiere que por efectos de sustitución entre dinero y capital, un proceso inflacionario, al reducir la demanda por dinero, aumenta la demanda por capital y por ello la tasa de interés real cae junto con la productividad marginal del capital[12]. El stock de capital, consecuentemente, sube con la caída en los saltos reales originados en la inflación[13].

Estos dos modelos producen resultados básicos muy diferentes, los cuales ciertamente van en contra de la sabiduría popular; en el primero la inflación reduce bienestar pero no afecta crecimiento,

10. Esto implica que la tasa de interés nominal varía uno a uno con la inflación y que se cumple la hipótesis de Fisher.

11. La función de utilidad puntual en t es la siguiente: U(ct,mt). Como c no se afecta y m cae, la utilidad cae.

12. Por supuesto, hay rendimientos decrecientes a escala.

13. En este contexto, la hipótesis de Fisher no se cumpliría; la tasa de interés, recoge sólo una parte de las variaciones en la inflación, la otra parte se expresa en variaciones en la tasa de interés real.

en el segundo la inflación puede incluso elevar el crecimiento y, concebiblemente, el bienestar[14]. Contra ello, recuérdese el siguiente punto asociado con la sabiduría popular, punto que, respecto de la inflación, hace Leijonhvud (1977):

"En síntesis, ser bueno en actividades productivas "reales" (..) ya no tiene la misma prioridad. Jugarle bien a la inflación es vital".

Se desprende que, para un stock de capacidades y talentos fijo, la inflación asigna recursos en contra de la producción y a favor de la especulación.

La relación negativa entre inflación y crecimiento es un hecho estilizado claro en América Latina durante los últimos 40 años y tiende a confirmar la apreciación anterior[15]. Por esta razón, es útil examinar brevemente modelos alternativos más consistentes con la experiencia.

Un modelo sencillo con esta propiedad es presentado por De Gregorio (1991). Los consumidores maximizan, sobre consumo (c) y ocio (o), una función de utilidad cóncava U(c,o) en el contexto de un horizonte infinito. Además de la restricción usual de presupuesto, deben dedicar tiempo a adquirir los bienes de consumo. El tiempo dedicado a ello es función decreciente de la relación entre saldos monetarios (m) y consumo (c). Entre más saldos monetarios por unidad de consumo, menos tiempo se dedica a la búsqueda del bien. Así que al inflarse la economía y caer m se eleva el tiempo dedicado a ello y, por ende, el costo unitario del consumo. Así, cae la oferta de trabajo.

Por el lado de las empresas, hay una función de producción al estilo de la nueva literatura sobre con crecimiento endógeno que restringe el problema de maximización de utilidades. Los costos, de otra parte, incluyen tanto el uso de recursos en la actividad de efectuar transacciones, a su vez, como en el caso de los hogares, una función negativa de la relación entre saldos monetarios e ingreso (y), como el pago del impuesto inflacionario. La inflación eleva los

14. Si la función de utilidad es U(c,m) la caída de m se puede ver compensada por aumentos tales en el consumo que se eleve el bienestar. Esto sería especialmente plausible si hay rendimientos crecientes a escala.

15. Ver, por ejemplo, De Gregorio (1991) quien encuentra, con cifras para 17 países, que reducir la inflación a la mitad y sostenerla allí, elevaría la tasa de crecimiento en 0.4% cada año.

costos de transar, reduciendo utilidades, y al implicar reducciones en los saldos monetarios, reduce el retorno al capital[16]. De otra parte, la demanda implícita por trabajo es una función negativa de la inflación, por cuanto se elevan los costos globales de producción, existiendo una relación negativa entre éstos y la demanda por trabajo.

El modelo simple de De Gregorio tiene la ventaja de ubicar en lugar prominente un factor esencial contenido en la sabiduría popular: la inflación asigna esfuerzos y talentos de manera que podría resultar ineficiente. Concretamente, en este modelo se encarece la gestión de transacción (medio como m/c y m/y respectivamente). Pese a que aún se podría enriquecer de varias maneras, por ejemplo, incentivando la sustitución de capital por activos financieros, implica costos reales.

En el caso Colombiano, el Gráfico 6 muestra esta relación de largo plazo. Lo más prominente es la relación negativa entre inflación y crecimiento en el período de máxima aceleración inflacionaria. Una regresión simple de la tasa de crecimiento real contra la inflación arroja los siguientes resultados:

$$\frac{\acute{Y}}{Y} = \underset{(8.14)}{0.06} - \underset{(-2.01)}{0.075\Pi}$$

con estadísticos t entre paréntesis. Claramente, existe una relación negativa y significativa. En términos de la semielasticidad (corriendo el crecimiento contra el logaritmo de la inflación) obtenemos:

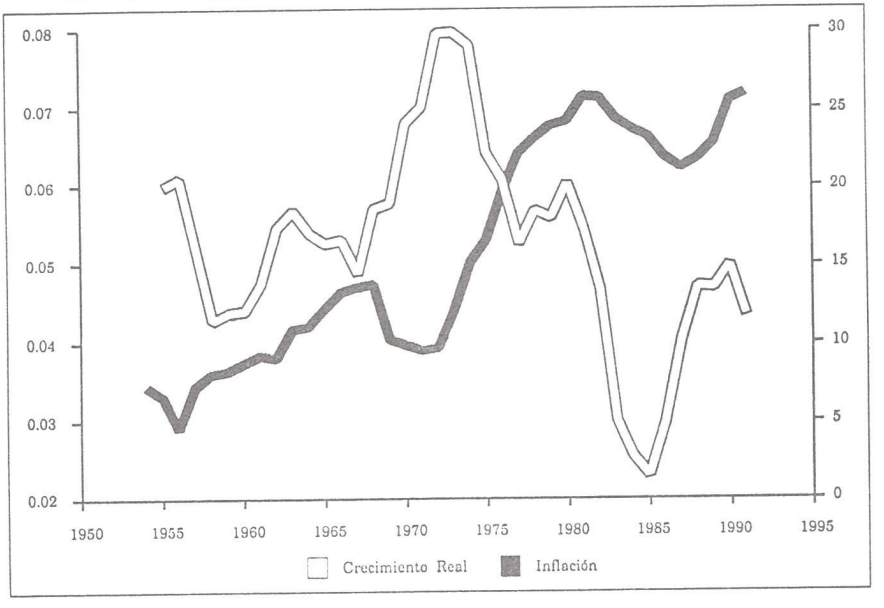
$$\frac{\acute{Y}}{Y} = \underset{(2.33)}{0.023} - \underset{(-2.48)}{0.013\Pi}$$

es decir, podemos plantear que una reducción sostenida de 50% respecto de lo observado en la tasa de inflación, implicaría elevar el crecimiento en 0.6% anualmente; agregando sobre el período de la muestra, entonces, tenemos un estimativo sencillo de los costos

16. Este es un efecto al estilo de Tobin que se discute arriba.

• GRAFICO 6

INFLACION Y CRECIMIENTO 1955-1991 / Promedios Móviles de orden 6



reales de la inflación: de haber transitado por una senda inflacionaria inferior en 50% tendríamos hoy un PIB real superior en más de 26% el actual[17].

La relación negativa entre inflación y crecimiento puede ser entendida a través de sus efectos sobre los precios relativos y consecuentemente, sobre la asignación de los factores. La idea es que en el contexto de una inflación elevada, los precios relativos se tornan más inestables. A nivel teórico, hay dos líneas de investigación interesantes; la primera sugiere que la inflación implica mayores costos de predicción para los agentes y que por ello sus decisiones intertemporales se ven afectadas. La segunda línea de investigación sugiere que hay asimetrías en la velocidad y características del proceso de ajuste de los diversos precios relativos y que por ello un salto nominal conlleva a efectos sobre precios relativos más grandes entre mayor el choque nominal. Estos cam-

17. Tenemos la ecuación cr= a+αlog ; entonces dcr = dlogπ o sea dcr= (α/π) dπ, con =-0.012, π = 0.25 y dπ=.12 tenemos dcr = 0.006 con cr = 0.045 ello representa una ganancia de 13%.

bios hacen ineficiente el flujo de información y conducen a asignaciones subóptimas de los recursos.

B. Inflación e Incertidumbre Inflacionaria

El primer problema se refiere al efecto sobre predictibilidad del nivel general de precios. En las secciones anteriores hemos encontrado que los precios en la economía colombiana están altamente indexados y que esto, en adición a una inflación "techo" de consenso, ha contribuido a la estabilidad de los mismos. Ahora nos interesa saber si, debido a esto, los agentes tienen, en efecto, cierto grado de certeza frente al comportamiento futuro de la inflación y han logrado evitar, así, un costo ampliamente discutido en la literatura. Katz y Rosenberg (1983), por ejemplo, muestran qué incrementos en la variabilidad del salario real reducen la eficiencia del proceso productivo.

Se trata de saber cuál es el grado de certidumbre que tienen los agentes colombianos frente a la inflación a medida que ésta se eleva. Específicamente, a medida que la inflación se incrementa, es cierto que los agentes tienen menos certeza sobre lo que ocurre con la inflación? Para examinar esto, se realizó una prueba de homoscedasticidad a la siguiente ecuación mensual de inflación:

$$\pi_t = 0.03 + 0.86\pi_{t-1} + 0.03 \left(\frac{\Delta M1}{M1}\right)_{t-2} + 0.01 \left(\frac{\Delta W}{W}\right)_{t-1} - 0.06 \left(\frac{\Delta TC}{TC}\right)_{t-1}$$

(2.55) (21.02) (1.04) (2.25) (3.00)

donde los niveles de significancia de los coeficientes están entre paréntesis, y donde W es el índice de salario nominal, M1 los medios de pago y TC es la tasa de cambio nominal.

Para hacer la prueba de heteroxedasticidad se utilizo el test de Pagan y Breush en el que se supone que los residuales de la ecuación, elevados al cuadrado (σ^2), tienen una varianza creciente. Esta prueba permite la introducción de varias variables explicativas en el comportamiento de σ^2 .Se utilizaron las mismas variables que en la ecuación anterior y se construyó un estadístico para probar la hipótesis nula de homoscedasticidad. De esta

manera se encuentra un $\chi^2 = 7.7$ (con 4 grados de libertad), que permite concluir que, con un 95% de probabilidad, los errores no son heteroscedásticos.

Al asociar los residuales de esta ecuación a la inflación no esperada y al encontrar que la varianza de estos no se incrementa con la inflación, se puede concluir que el aumento en el ritmo de crecimiento de los precios no afecta de manera significativa la predictibilidad del nivel general de precios en el futuro.

C. Inflación y Precios Relativos

Ahora pasamos a la siguiente pregunta: tiene una elevación de la inflación colombiana efectos significativos sobre la estructura de los precios relativos? La teoría ha señalado varios caminos a través de los cuales esto puede suceder. Por ejemplo, la literatura sobre costos de menú (Kuran, 1986) sugiere que al existir un costo de ajustar precios, un proceso inflacionario en marcha implica cambios constantes en la demanda y tiene efectos reales notorios.

Para examinar este problema se actualizó un trabajo de Oliveros (1989), en el cual se utiliza un test para probar la independencia entre el nivel general de precios y los precios relativos en la economía. Para esto se calcula la varianza de las variaciones anuales de los cuatro grupos en que se compone el IPC,

$$\hat{\pi}_t^2 = \frac{1}{4} \sum_{i=1}^{4} (\dot{P}_{it} - \dot{P}_t)^2$$

donde, Pit se refiere a cada uno de los componentes del IPC (alimentos, vivienda, vestuario y misceláneo) y Pt se refiere al IPC total. Esta varianza se asocia al total de la inflación y, si es significativa, se puede concluir que en efecto existe una variabilidad de los componentes que se asocia al comportamiento del total de la inflación.

La ecuación que se estimó fue la siguiente:

en donde los niveles de significancia están entre paréntesis.

Los resultados de la estimación de la ecuación nos da señales de que la asignación de recursos en la economía podría estar siendo afectada por el proceso inflacionario, problema que se manifiesta en una varianza de los precios relativos que no es constante. Esto se prueba gracias al coeficiente del $\hat{\eta}^2_t$, que es sigficativamente diferente de 0.

El hecho de que la varianza no sea constante significa que los incrementos en los precios están acompañados de un cambio en los precios relativos de los bienes de la economía, y que esto implica que los recursos se dirijan a sectores que están incrementando su precio relativo por efecto inflación y no por efecto de mejoras en productividad o en eficiencia.

1.3. Conclusiones

En este capítulo inicial se han examinado dos problemas que se relacionan estrechamente con la inflación de largo plazo en Colombia. El primero se refiere a la magnitud y al comportamiento de la indexación. Encontramos que ella es elevada y que, de manera coincidente con el salto en el nivel de la inflación en los setenta, la economía extrema su grado de indexación.

Esto lo interpretamos como el resultado de decisiones que tomó la sociedad sobre la base de una función de bienestar que asignaba un elevado costo a la inestabilidad de los años 50 y 60, que no deseaba ver prolongada y que no quería combatir con un ajuste fiscal tradicional. Estas decisiones involucran, entre otras, la defensa de un tipo de cambio real "competitivo", la defensa de un sector "líder", la protección a la industria, y el control cambiario.

Para ello hizo efectivo un sistema de mini devaluaciones que buscaba diversificar exportaciones, consolidó mecanismos de estabilización cafetera, fundó un complejo sistema de protección a las importaciones y de restricción cambiaria y creó un esquema de fomento al "sector líder", sobre la base de un activo financiero indexado.

En lo político consolidó un sistema de consenso ligado al esquema del Frente Nacional, el cual implicó que las más importantes decisiones macroeconómicas se acordaran entre representantes de todos los intereses sectoriales, asegurando la perpetuación del status-quo.

La contrapartida práctica de estos esfuerzos por estabilizar la vida económica y política de la Nación, fue una tasa de inflación sensiblemente más alta. Para investigación futura quedan abiertas puertas de interés e importancia referidas a la economía política y a los posibles beneficios de la inflación. Entre otras cosas, hasta qué punto permitió la inflación compensar el efecto fiscal de las innovaciones financieras? sobrellevar el esquema de promoción de exportaciones? lograr una mayor estabilidad en el proceso (pobre) de crecimiento?

Lo que queda claro de este capítulo es que el costo fue una asignación ineficiente de recursos y un costo real importante, guiados, entre otros factores, por precios relativos sensibles a la mayor inflación.

2. UN CASO: LA POLITICA DE ESTABILIZACION EN 1989-91

2.1. Introducción

En el capítulo anterior se sugiere que la inflación olombiana, y la necesidad de un proceso continuo de estabilización, surge de decisiones tomadas hacia finales de los sesenta y de una aversión notable a inflaciones que superen el límite tolerable de 20%-30%. La combinación de estas decisiones, que apoyan un determinado tipo de política de desarrollo, replantean en gran medida la relación entre inflación y crecimiento.

Un eje básico en torno del cual oscila la tensión entre estabilizacion y crecimiento, es el manejo de la tasa de cambio nominal. El período más reciente es un ejemplo muy claro de las complejidades que conlleva este esquema en el cual se combina la aversión a inflaciones altas y la perpetuación de un esquema de crecimiento basado en la protección y el sector líder.

Al finalizar 1991 la inflación bajó de los niveles de 32.4% observados en 1990 a cifras, aún muy elevadas históricamente, de alrededor de 26.8. Para 1992, cabe esperar un nivel relativamente similar.

Este capítulo parte de la siguiente idea: la aceleración inflacionaria observada en el período 1990-92 es un mecanismo de ajuste macroeconómico ante desequilibrios básicos, fundamentalmente reflejados en las cuentas del sector externo. Estos desequilibrios surgen de una utilización convencional de la política cambiaria mediante la cual se buscó, primero, apoyar lo que se percibe como la fuente esencial del crecimiento para el período que se inicia con la nueva década, el sector productor de bienes comerciales, y luego busca estabilizar el crecimiento de las variables nominales.

La estrategia de política ente 1990 y la primera mitad de 1991 consistía, a grandes rasgos, en disminuir el déficit operativo del sector público, el cual era visto como el gran causante de la aceleración inflacionaria[18]. Luego en controlar administrativamente la generación de crédito financiero, y por último en esterilizar el flujo de capitales hacia el país de manera agresiva con el fin de controlar el crecimiento monetario presente, en gran parte con emisión de deuda.

Aunque desde finales de 1990 se hicieron intentos por utilizar mecanismos de control cambiario tendientes a neutralizar en su fuente la expansión de reservas, estos fueron muy parciales, temporales, y aislados (Resolución 66). Algunas medidas cambiarias adicionales fueron la aceleración de giros de importación (Resolución 81) y la eliminación de los depósitos previos (Resolución 2). Unidas a la disminución en el ritmo de la devaluación nominal, estas medidas constituían, de cierta manera, un complemento a la estrategia general de la política económica, más que su eje fundamental.

Entre junio y agosto de 1991 esta relación se revierte y la política cambiaria pasa a ser el eje de manejo macroeconómico, con la política crediticia y monetaria pasando a ser complemento. De cierta manera, aunque se sigue utilizando el mismo vector de

18. Calderón y Herrera (1991) son quienes presentan esta hipótesis de la manera más clara.

instrumentos, se cambian las ponderaciones. Este cambio en ponderaciones implica, desde luego, cambios de mucha importancia en cuanto a trayectoria concreta de las variables fundamentales de política económica.

En concreto, el Gráfico 7 permite ver que la tasa de crecimiento de las variables monetarias se incrementa. Del mismo modo, en el Gráfico 8 se observa que la tasa de interés cae en el período. De otra parte, en los Gráficos 9 y 10 se observa que el comportamiento de las reservas internacionales y de la deuda total del Banco de la República no se modifica en grado importante.

El propósito de este capítulo es hacer explícitas las premisas que justifican, a juicio de este autor, el cambio en ponderaciones mencionado.

2.2 La Inflación Actual: Un Diagnóstico

A. Introducción

Pese a presiones que se inician hacia 1987, el problema inflacionario reciente surge de una inflación generalizada y acelerada en 1990. El esquema teórico pertinente para entender esta coyuntura debe explicar, simultáneamente, ambos fenómenos.

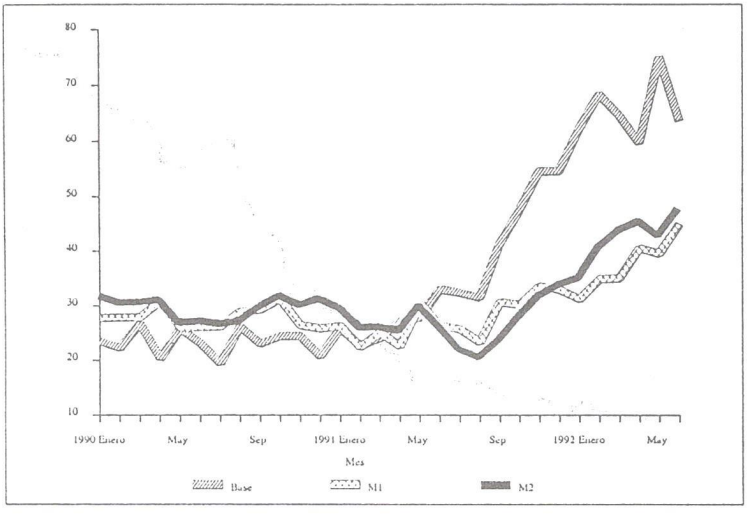
Unido al hecho de que la perpetuación de tasas elevadas de inflación resulta de decisiones de política que reflejan en gran medida el enfoque tradicional en el país descrito en el capítulo anterior, es necesario explicar este problema específico.

En el enfoque monetario de la balanza de pagos es conocido el hecho de que la inflacion de equilibrio a largo plazo es deducible tanto a partir de un choque fiscal como a partir de un choque cambiario. Si por equilibrio a largo plazo, o estado estacionario de la economía, se entiende una situación donde la tasa de cambio real y los saldos monetarios reales en poder del público son constantes, entonces se pueden estudiar con claridad dos escenarios extremos de política.

En el primero la autoridad decide prefijar una trayectoria para la tasa de cambio **nominal**. En este caso, al optar por definir una meta para la tasa de inflación de largo plazo, y para la magnitud del impuesto inflacionario, el déficit fiscal "sostenible" se determina

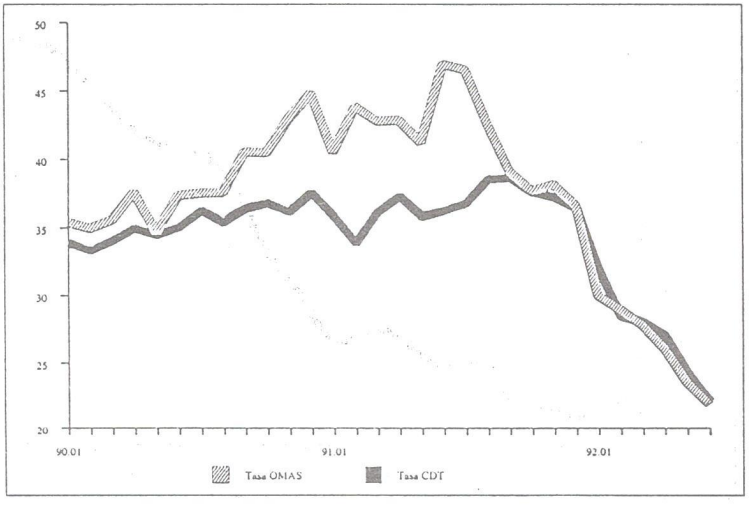
- GRAFICO 7

CRECIMIENTO MONETARIO / 1990-1992

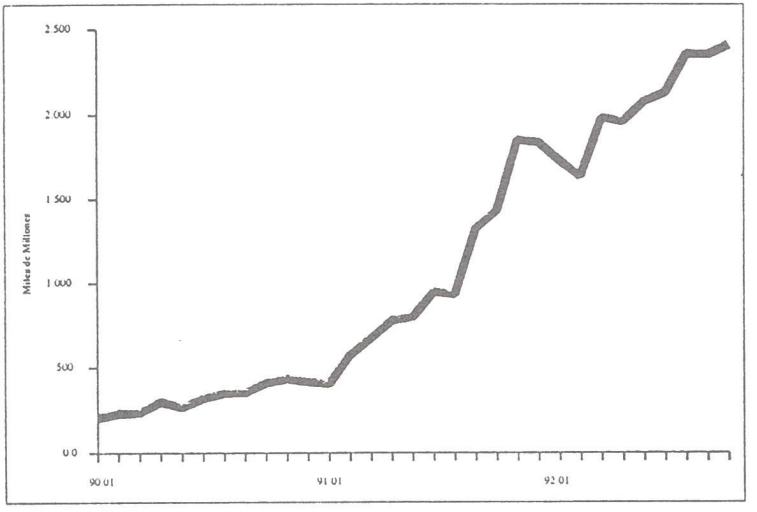


- GRAFICO 8

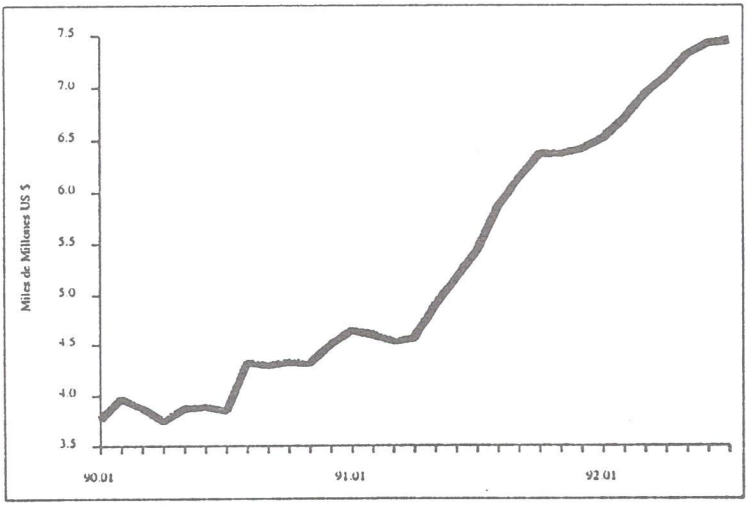
TASAS DE INTERES PASIVAS / OMAS Y CDT



- GRAFICO 9
DEUDA DEL BANCO CENTRAL / OMAS + CCAMB



- GRAFICO 10
RESERVAS INTERNACIONALES / 1990-1992



de manera enteramente endógena. Si el déficit es más alto que el sostenible, dada la meta de inflación, sencillamente sube esta última variable con el fin de financiarlo.

De otra parte, si la autoridad define ex-ante una trayectoria para el déficit fiscal, bien porque le resulta imposible reducirlo o porque lo considera adecuado, el trade-off se define en términos de la tasa de cambio nominal y la tasa de inflación. Dada la meta de inflación, la tasa de cambio nominal sería endógena. Entre mayor sea la tasa de cambio nominal, mayor será la inflación.

Podemos concluir que si la tasa de cambio real es fija, o si cambia como consecuencia de factores exclusivamente reales, la autoridad no puede determinar, simultáneamente, la inflación, la devaluación nominal y el déficit fiscal. De otra parte, si la tasa de cambio real de largo plazo si puede cambiar por causas de tipo nominal, entonces es posible aceptar algún grado de independencia entre estas variables. Ahora bien, queda claro que la pregunta esencial es si, en efecto, la tasa de cambio real de largo plazo es afectada por la política nominal o no.

La literatura teórica es muy enfática en rechazar la hipótesis de que, a largo plazo, la política nominal tenga efectos sobre la tasa de cambio real. En el enfoque monetario básico, una expansión nominal por ejemplo, causa una devaluación de la tasa de cambio nominal en un régimen de tasa de cambio flexible, o una caída de reservas en un régimen de tasa de cambio fija, porque implica un exceso de oferta de dinero doméstico.

En la versión más desarrollada de Dornbusch (1976), donde se supone que los mercados financieros están siempre en equilibrio, la expansión genera una devaluación del tipo de cambio nominal, una caída de las tasas internas de interés y expectativas generalizadas de revaluación. En la medida en que los precios no se ajustan inmediatamente, la devaluación nominal se asocia con devaluación real. Sin embargo, esto es sólo temporal. En el ajuste, van subiendo las tasas de interés interna, reduciéndose las expectativas de revaluación y revaluándose la tasa de cambio real, hasta llegar a su nivel inicial.

Este tipo de resultados, obtenidos también en modelos de economía dependiente (Khan y Lizondo, 1987), sugieren la neutralidad

de la política nominal en términos de sus efectos sobre las variables reales. Por esta razón es viable pensar que el efecto de la devaluación nominal, de la inflación y de la política monetaria es nulo en términos de la tasa de cambio real de largo plazo. Dicha tasa dependería, más bien, de decisiones en materia de la composición del gasto por parte de los agentes (preferencias privadas y política fiscal), de los términos de intercambio, del desarrollo tecnológico y de otros factores reales.

A corto plazo, sin embargo, es posible que haya importantes efectos provenientes de la política económica. Específicamente, es posible que una expansión monetaria devalúe la tasa de cambio real de corto plazo. Si inicialmente estábamos en equilibrio, se presenta un desajuste entre la tasa real de corto plazo y la de equilibrio; la tasa observada es más alta (más devaluada) que la de largo plazo y se produce un exceso de demanda por bienes no comerciales y un superávit en la balanza comercial.

Con una tasa de cambio nominal dada, en ausencia de otros cambios, este exceso de demanda por bienes no comerciables será inflacionario y la inflación revalúa la tasa de cambio real llevándola a su nivel inicial. Cosa similar sucede con una devaluación de la tasa nominal. Inicialmente se presenta una devaluación real que se asocia con excesos de demanda por no comerciables y con superávit en la cuenta corriente. El ajuste, de otra parte, lo produce la inflación implicada tanto por la dinámica de los precios de los no comerciables como por la devaluación nominal misma.

B. El caso colombiano

A mediados de 1989 se produce la ruptura del pacto cafetero y sus implicaciones previstas sobre términos de intercambio sugieren una devaluación de la tasa real de equilibrio. Por esta razón, a mediados de 1989 se acelera la devaluación nominal.

Hacia finales de 1989 y comienzos de 1990 se comienza la discusión formal de los documentos presentados en el anterior simposio. La apertura comercial, al disminuir el precio de los bienes comerciables, tendería a reforzar la devaluación de la tasa real de equilibrio. Este argumento sugiere la conveniencia de devaluar la tasa de cambio nominal para evitar una sobrevaluación de la

moneda y un estancamiento económico originado en los sectores productores de bienes comerciables.

Sin embargo, lo que sucedió en 1990 fue, de cierta manera, complejo. En primer lugar, el sector cafetero ajustó por vía de cantidades los ingresos por exportación. En segundo término, la apertura comercial no modificó con la prontitud esperada las preferencias de los agentes en términos de la canasta de bienes transados. Por ello, no es nada claro el que la tasa de cambio real de equilibrio se haya devaluado, ni mucho menos que lo haya hecho en las magnitudes en que se presuponía al decidir la ruta de la devaluación nominal. La asimetría entre la devaluación nominal, el ritmo al cual se estaba expresando la apertura comercial y la política fiscal eran claros a mediados de 1990[19].

2.3 Las Posibilidades de Manejo Macroeconómico

A. Introducción

Aceptando el razonamiento anterior, en el sentido de que en Colombia se generó o se amplió un desequilibrio cambiario, es decir, se afectó la tasa de cambio real más allá de lo que lo estaban haciendo sus determinantes básicos, había, en esencia, dos posibilidades de manejo económico.

La primera alternativa era iniciar políticas que devaluaran la tasa de cambio real de equilibrio para llevarla hacia los niveles entonces observados. La segunda posibilidad era hacer efectivas políticas que revaluarán la tasa de cambio real observada para llevarla a la de equilibrio.

En primer caso, se trata de políticas que alteren el patrón de gastos agregado de tal forma que, para cualquier nivel dado de ingreso, la composición del gasto se modifique, enfatizando los bienes comerciales. En ausencia de cambios exógenos en las preferencias del sector privado, este tipo de políticas se basarían en decisiones referentes a la composición del gasto público y en la política arancelaria.

19. Ver el trabajo de Carrasquilla en el Simposio sobre Mercado de Capitales anterior.

Un problema básico con el tipo de ajuste fiscal experimentado en Colombia recientemente, es que al reducirse la inversión, se reduce el componente importado (comerciable) del gasto público y se eleva el componente representado en bienes y servicios no comerciables (servicios laborales). Esta alteración tiende a revaluar la tasa de equilibrio y actúa en sentido inverso al ajuste requerido, profundizando el problema.

En cuanto a la reducción de aranceles, la política es totalmente consistente. La única inquietud que surge en el caso colombiano se refiere al problema típico de toda apertura gradual; el importador puede derivar ganancias al posponer su importación y, así, a corto plazo, puede resultar una caída en las importaciones y una revaluación de la tasa de equilibrio de corto plazo.

En cuanto a la segunda alternativa,llevar la tasa observada a la de equilibrio, la posibilidad más obvia es la revaluación del tipo de cambio nominal. En este caso, sin modificaciones en los determinantes fundamentales de la tasa real de equilibrio, la revaluación cumple el papel de acercar las dos tasas de cambio y eliminar el desequilibrio. Evidentemente, el problema más importante es el de determinar el tipo de cambio real de equilibrio, aspecto más complejo cuanto más importantes han sido los cambios de tipo estructural sufridos por la economía en estos dos años.

B. La dinámica macroeconómica en 1989-91

En el escenario colombiano, podemos empezar el análisis a finales de 1989 y observar los siguientes hechos. En primer término, durante 1990 se efectúa un ajuste fiscal que, en términos de operaciones efectivas, lleva el déficit de -1.9% del PIB a un déficit de -0.4% del PIB. Este ajuste se basa en un incremento importante de los ingresos más que en una reducción notoria del gasto público. En efecto, los ingresos consolidados pasan de representar el 22.3% del PIB en 1989, a representar el 23.8% (+1.5) del PIB en 1990, mientras que los gastos representan el 23.8 y el 23.2 (-.06), respectivamente. Lo notorio al interior del gasto es, de otra parte, la reducción en la inversión, la cual pasa de 7 a 6.3% del PIB.

Este tipo de ajuste (más ingresos, menos inversión) tiende a revaluar la tasa de equilibrio por, al menos dos razones. La primera

presión a la revaluación es que se reduce el componente importado del gasto agregado e implica la tendencia a generar mayor superávit en la cuenta corriente pública. La segunda es que los mayores ingresos corrientes provienen del sector privado en la forma de mayor gasto en no comerciables (servicios públicos, lo cual tiende a revaluar la tasa. De otra parte, si el gobierno no eleva el gasto y el sector privado lo reduce, se eleva el ahorro a nivel macro y aumenta la cuenta corriente, revaluando, en este caso, la tasa de equilibrio de corto plazo.

Aunque las reducciones en las barreras comerciales fueron notorias, no es tan claro el que la respuesta inmediata de la tasa de cambio de equilibrio haya sido una devaluación. La evidencia sugiere que la incertidumbre respecto del cronograma de desgravación desmotivó la realización de importaciones e implicó una tendencia, más bien, a la revaluación de la tasa de equilibrio a corto plazo. En este sentido apunta la notoria subestimación que hacen los modelos convencionales de demanda por importaciones en un contexto de crecimiento relativamente importante (4.3%) y de desgravación arancelaria y para arancelaria.

Estas fuerzas combinadas tienden, pues, a sugerir una **revaluación** de la tasa de cambio real de equilibrio. Paralelo a este proceso, las autoridades optaron por **devaluar** activamente la tasa de cambio nominal, desequilibrando así la tasa de cambio real observada con respecto a sus niveles de equilibrio. Como se sugería arriba, este efecto real sucede a corto plazo por cuanto los precios no reaccionan con la misma velocidad que la tasa de cambio nominal. El enfoque monetario que utilizamos predice que, en ausencia de ajustes en otros frentes, este desequilibrio en el cual la tasa real se aleja de la tasa real de equilibrio, se expresa más adelante a través de mayores ritmos de inflación.

Un manejo cambiario "activo", en el contexto anterior, implica un ritmo creciente de inflación que refleja una adecuación del nivel de precios a la nueva tasa de cambio nominal, con tasas de cambio reales de largo plazo fijas. La naturaleza generalizada de la dinámica inflacionaria en 1990-91 es una validación empírica de la idea de que la inflación actual es monetaria. Su carácter acelerado, es prueba de que la inflación fue **causada** por la decisión de desequilibrar la tasa real de cambio.

Lejos de ser un caso aislado, evidencia reciente muestra que el enfoque cambiario de la aceleración inflacionaria es pertinente en la explicación de recientes episodios de fuerte aceleración inflacionaria. Utilizando métodos de Vectores Autorregresivos, Peter Montiel (1989), del Fondo Monetario Internacional, ha demostrado que en los casos de aceleración inflacionaria de Brasil (1982:4), Argentina (1982:3) e Israel (1983:3) y con información hasta finales de 1985, el enfoque cambiario predomina sobre el enfoque fiscal en la explicación de una aceleración inflacionaria con raíces monetarias.

2.4. Consideraciones Globales sobre la Política de Estabilización

Contra la interpretación anterior de la aceleración inflacionaria 1989-90, en esta sección se exponen dos consideraciones acerca del ajuste macroeconómico en Colombia en 1991 y 1992. Para efectos de seguimiento analítico, en la primera parte se supone que la acumulación de reservas internacionales es un dato exógeno y se discuten los mecanismos disponibles de financiación de la acumulación. La conclusión es que salvo en el caso en el que el sector público recorte el gasto, todas las alternativas son equivalentes.

En la segunda parte se argumenta que el anterior enfoque es ilustrativo como ejercicio ex-post, es decir, una vez ocurrida la acumulación se argumenta que ex-ante no es razonable suponer como dada la acumulación de reservas internacionales ni basar la política económica sobre dicha base. La conclusión es que subsisten en la economía desequilibrios que implican una acumulación importante de reservas y que estos desajustes, y no factores ajenos a la dinámica de la política macroeconómica, explican la evolución de las reservas.

A. Una reflexión sobre el ajuste en 1991

Conceptualmente, el problema de política económica en Colombia y otros países de América Latina, surge de que la acumulación de reservas internacionales implicó la generación de una contrapartida a nivel del ahorro financiero, cuyo origen nunca es totalmente claro ex-ante y plantea, por ende, diversas posibilidades de ajuste. A continuación se exponen estas alternativas de manera crítica.

a. Emisión monetaria

La primera posibilidad es financiar la contrapartida con emisión de activos financieros de tipo monetario (dinero y lograr que la expansión sea absorbida por el sector privado a través de incrementos en su tenencia de dichos activos. La duda que en ocasiones se plantea en torno de dicho escenario, se refiere a las implicaciones que podría tener sobre el gasto nominal y la inflación[20].

En ausencia de procesos paralelos, tales como una caída en las tasas de interés, no existen razones claras para que el sector privado eleve voluntariamente su tenencia de activos monetarios en términos reales, tal y como lo requiere la expansión de reservas. Sería muy fácil, evidentemente, un ajuste basado en cambios súbitos en la preferencia por liquidez del público.

De otra parte, aún en ausencia de cambios exógenos lo suficientemente fuertes, se podría generar un cierre financiero ex-post, en el cual el sector privado acumula saldos monetarios que, en términos nominales, sean iguales a la necesidad de financiamiento de la acumulación de activos externos.

Esta alternativa es claramente problemática; en ausencia de los cambios súbitos anotados a nivel de la demanda real, el sector privado acumularía saldos nominales sólo en tanto sea lo necesario para mantener constantes sus saldos reales[21]. Esto es, financiaría la acumulación de reservas aumentando su tenencia de saldos nominales sin aumentar, o incluso disminuyendo, su tenencia de saldos reales. Cómo se lograría, entonces, la financiación real de la acumulación de reservas?

Evidentemente, ello es consistente sólo si se eleva la inflación. El propósito de la inflación sería forzar a los agentes a acumular saldos nominales. La contrapartida real de esta acumulación de reservas sería el mayor señoreaje que se deriva de un stock inmodificado de saldos reales y una tasa más alta de inflación[22]. El uso de este incremento sería la financiación de la acumulación de reservas, que no es sino la expresión de un desahorro del resto del

20. El punto de partida de este razonamiento es la estrecha relación histórica que la inflación guarda con los medios de pago.

21. Incluso es concebible, por supuesto, que reduzca sus saldos reales en presencia de perspectivas inflacionarias.

mundo. En este escenario, es el sector privado el que financia, mediante el mayor castigo de sus saldos monetarios, el desequilibrio ex-ante.

Entre 1980 y 1985 el señoreaje representó, en Colombia, un 2.2% del PIB en promedio[23]. Entre 1987 y 1990 esta cifra baja a niveles de 1.6% del PIB, al mismo tiempo que el déficit fiscal caía en niveles de 5% en promedio, a niveles de alrededor de 1.2% en promedio. Esto sugiere que el impuesto inflacionario es bastante elástico al tamaño del desahorro, en este caso del sector público. Evidencia reciente sugiere que en el período más reciente, gran parte del señoreaje se dedica en Colombia a financiar la acumulación de reservas internacionales[24]. Por tanto, queda claro que es correcto plantear que la inflación contribuye a financiar la acumulación de reservas.

b. Emisión de deuda

La segunda posibilidad de financiar la acumulación de reservas es mediante la colocación, en el sector privado, de títulos representativos de deuda, emitidos por el sector público y el sistema financiero consolidado[25]. Para que esta colocación de títulos logre generar los recursos reales requeridos, el sector privado debe sacrificar parte de su gasto presente. Ahora bien, con el fin de lograr este resultado, y en ausencia de ajustes exógenos en las preferencias intertemporales del sector privado, es necesario que exista el incentivo correspondiente.

Formalmente, debe generarse un aumento en el precio relativo de los bienes presentes con respecto a los bienes futuros, es decir, un incremento en la tasa de interés real. Dado este principio básico, la inflación en el presente no se elevaría, por cuanto el sentido

22. Ver el artículo clásico de Friedman (1948) en el cual considera la financiación de un desahorro público. El análisis de un desahorro del sector externo sería equivalente.
23. Esta cifra es tomada del trabajo de R. Dornbusch y S. Fisher (1991) "Moderate Inflation" aparecido en **NBER Working Papers.** Difiere ligeramente de cálculos como el de Steiner et al "Uso del Impuesto Inflacionario en Colombia" (Mimeo, Banco de la República).
24. Ver el trabajo de Steiner, et. al "El Uso del Impuesto Inflacionario en Colombia" (Mimeo, Banco de la República).
25. Evidentemente, esto incluye los títulos pasivos del Banco de la República, los cuasidineros así como los títulos emitidos por el gobierno.

fundamental que tenía el incremento de precios en el escenario anterior, generar recursos reales para financiar la acumulación de reservas, ya no existe.

Sin embargo, surgen dos tipos de problemas. En primer término, si la trayectoria futura del sector público y del sector externo están dados e implican necesidades netas de financiación por parte del sector privado a mediano plazo, la inflación simplemente se pospone. Es decir, los recursos necesarios para financiar la amortización de dicha deuda al momento de su vencimiento deberá provenir de la inflación.

Supongamos que la economía, como consecuencia de un continuo desahorro del sector externo, y por ende para financiar la acumulación de reservas, requiere recursos de financiación por 100 pesos en el presente. Para lograr los recursos necesarios para financiar el desahorro actual, se emiten títulos de deuda, elevándose la tasa de interés real de 0 a 10%. El sector privado ahorra 100 pesos en títulos que se vencen en el futuro. En el presente no hay inflación, por cuanto existe plena correspondencia entre los recursos disponibles y los demandados[26]. Sin embargo, en el futuro se presentan necesidades de financiación iguales a los 100 pesos iniciales, multiplicados por la tasa de interés real, es decir, es necesario financiar 110 pesos.

Si no se genera un superávit fiscal ni mayor ahorro del resto del mundo (caída de reservas), entonces sólo resta acudir a la inflación, o bien repetir el ejercicio de nuevo. Evidentemente, este esquema no es sostenible en el mediano y largo plazo; la deuda sencillamente debe ser cero en valor presente y no, como en nuestro ejemplo, tener un valor presente de 100 pesos. Es posible, adicionalmente, que el sector privado no vea como creíble la política de emisión de deuda en el presente y que, por ende, no se vean afectadas las expectativas de inflación. En dicho caso, la efectividad presente de la emisión también se vería cuestionada.

En segundo término, y de manera relacionada, no es siempre cierto que el servicio de los intereses de la deuda contraída con un

26. Puesto de otra manera, la oferta nominal de dinero es igual a la demanda y no existe un desequilibrio monetario.

sector determinado, por ejemplo, vía OMAS, tenga una contrapartida en el ahorro directo de algún otro sector a mediano plazo. Esto es particularmente cierto cuando el stock de reservas internacionales se eleva a lo largo del horizonte y requiere financiación continua. El pago de intereses de la deuda contraída va contra emisión y sumaría al potencial inflacionario derivado del stock existente. A nivel práctico, es claro que buena parte del servicio de los intereses de la deuda se logra en Colombia con emisión monetaria, la cual no tiene efectos reales, salvo si implica cobrar impuesto inflacionario más tarde.

Por ende, a las tradicionales objeciones derivadas del análisis de Sargent y Wallace (1981) respecto del muy cuestionable y dudoso potencial anti-inflacionario de la emisión de deuda pública, habría que añadir el hecho de que buena parte de su servicio se hace directamente con emisión. Por ende no sólo existe inconsistencia con la restricción de largo plazo y posibilidades de una explosión monetaria e inflacionaria a largo plazo, sino también emisión continua en la trayectoria hacia dicha situación de elevado desorden.

c. Ajuste Fiscal

Otra alternativa es lograr que el sector público sea el que genera la contrapartida de la acumulación de reservas, aumentando su nivel de ahorro real en el monto requerido. Una primera posibilidad es que, con el gasto dado, el sector público aumente sus ingresos mediante una elevación en el recaudo tributario, asignándole al sector privado el peso fundamental del ajuste.

Analíticamente, esta posibilidad es equivalente a la alternativa inflacionaria, en el sentido en que se destina un componente de la riqueza del sector privado a la financiación del desequilibrio.

Cosa diferente sucede al reducir el gasto público real de manera directa o de manera indirecta eliminando los subsidios implícitos en algunos precios controlados. En este caso el ahorro público es legítimo y no constituye una transferencia del sector privado. Existe la posibilidad de que esta reducción del gasto sea ineficiente; si la utilidad marginal del gasto es mayor que la utilidad marginal de las reservas internacionales, es muy claro que financiar dicha acumulación sería ineficiente[27].

La financiación de la acumulación de reservas mediante un ajuste fiscal basado en mayores recaudos tributarios es, pues, equivalente analíticamente a su financiación vía una mayor inflación; lo único que cambia es que se eleva una tasa de tributación diferente. En el primer caso, la tarifa es el IVA y la base la canasta de bienes consumidos por la población, en el segundo la tarifa es la inflación y la base los saldos monetarios que la población mantiene para poder comprar dicha canasta. La discusión de si un tipo de impuesto es superior a otro en términos de bienestar, escapa los propósitos presentes[28].

d. Síntesis

En síntesis, dada la acumulación de reservas, la mayor parte de los ajustes posibles implican la elevación de las tasas de interés reales, mayor inflación y/o menor riqueza del sector privado. La única alternativa que no reviste este tipo de costos, aunque quizás otros si, es la reducción directa e indirecta del gasto público.

Elevar las tasas de interés reales para acomodar un desequilibrio de esta naturaleza, distorsiona los flujos intertemporales de recursos respecto de sus niveles óptimos y castiga el bienestar; desproveer al sector privado de recursos reales tiene efectos analíticamente equivalentes, reduciéndose el stock de capital de largo plazo y el crecimiento potencial.

Por tanto, en ausencia de un cuestionamiento al tamaño de la acumulación de reservas, no es posible argumentar un ajuste que carezca de acumulaciones importantes en variables como la inflación, las tasas de interés reales y el financiamiento al sector privado. Todo ello va en contra de las metas de estabilización a corto plazo y del crecimiento y el bienestar a mediano plazo. La evidencia

27. Es decir, no es nada claro que financiar una acumulación adicional de reservas que lleven el stock a ser igual no a 16.5 sino a 17 meses de importaciones valga lo suficiente como para sacrificar un programa educativo o un tramo de carretera al mar o un pedazo de puerto.

28. Una literatura amplia discute el tema de la inflación en el contexto de la teoría de las finanzas públicas. Fisher, S. (1982) "Seignorage and Fixed Exchange Rates: An Optimal Inflation Tax Analysis" en: Dornbusch, R. y M. Obstfeld (Eds.) Developing Countries in the World Financial Markets (University of Chicago Press).

sobre la relación negativa entre inflación y crecimiento es amplia y se ha explicado de múltiples maneras[29].

B. Sobre Acumulación de Reservas y Manejo Macroeconómico

La discusión anterior plantea una problemática que invierte, a propósito, el orden causal de la dinámica macroeconómica. En efecto, se plantea que ya se conoce la acumulación de reservas y se pregunta por los mecanismos a través de los cuales la economía lograría su financiación. Esto es correcto como una pregunta ex-post pero no como un problema ex-ante.

Por ejemplo, dada la dinámica del crédito interno neto, un salto súbito en la demanda por dinero causa una variación en el saldo de las reservas internacionales. Si el público desea más liquidez real y no se emite dinero para financiar crédito, entonces se recompone el portafolio disminuyéndose las tenencias tanto de activos no monetarios emitidos domésticamente, como la de activos emitidos externamente, y aumentándose de manera consistente la tenencia de saldos monetarios domésticos.

Este incremento en la cantidad de dinero, por supuesto, no es inflacionario ya que responde a necesidades ligadas al portafolio y no al gasto nominal. Así que, aún cuando es totalmente correcto plantear que la acumulación se financió con emisión monetaria, la afirmación no es muy ilustrativa acerca de la dinámica implicada.

Las preguntas que resultan interesantes y fundamentales se refieren a las razones por las cuales el público, en un momento dado o a lo largo de un cierto período, desea recomponer su portafolio, demandando más pesos. La respuesta simple y obvia es que esto se debe al hecho de que es más rentable tener pesos.

Existe evidencia de que hacia finales de la década pasada se presenta un cambio importante en la rentabilidad de los activos denominados en dólares y que este choque implicó importantes entradas de capital a América Latina[30]. Los agentes, simple y llanamente, quieren más pesos porque es más rentable un portafolio con énfasis en estos activos.

29. Ver, por ejemplo, el trabajo reciente de José De Gregorio (1991) "The Effects of Inflation on Economic Growth: Lessons from Latin America" (IMF Working Paper WP/91/95).

30. Calvo, G., L. Leiderman y C. Reinhart (1992)

Si se presenta un efecto stock en la demanda por pesos, hay dos alternativas de manejo macroeconómico; la primera es bastante cuestionable y la segunda es más acertada[31]. En la primera se emite deuda y en la segunda se emiten estos pesos. Una política alternativa sería, evidentemente, cuestionar en su origen la pertinencia de la acumulación y revaluar la tasa de cambio nominal hasta que las expectativas cambiarias corrijan el desbalance al stock monetario inicial.

Si se emite deuda con tipo de cambio controlado, entran más dólares al país. El papel macroeconómico de este flujo es satisfacer el cambio en las preferencias del público respecto de la composición de su portafolio[32]. Las reservas internacionales, por ende, suben en la misma medida en que persisten los diferenciales en tasas de interés. Si se emiten pesos, se satisface el deseo de los agentes y las reservas internacionales no suben más allá de lo implicado por la emisión monetaria. Por último, si se revalúa el tipo de cambio nominal, ni las reservas internacionales ni la cantidad de dinero cambian.

Esto ilustra un hecho básico; en las circunstancias que describimos, la acumulación de reservas es una variable endógena que depende, en lo fundamental, de la diferencia entre la demanda por dinero y la variación en el crédito doméstico. Si restringimos el crédito neto emitiendo OMAS e imponiendo controles administrativos, aumentamos las reservas internacionales. La cantidad de dinero será, al cabo y en lo fundamental, la que el público desee que sea.

El contexto anterior define una economía abierta con amplia movilidad de capitales[33], y tipo de cambio fijo o controlado, aspecto que discutimos como característico de Colombia en el capítulo 1. Entre más flexible la tasa de cambio, más control sobre la cantidad de dinero; esto es, más se parecerá la trayectoria de la cantidad de

31. Indicios de un cambio de stock en la demanda por dinero se presentan hacia finales de 1989. Ver Carrasquilla (1989).

32. Esto es discutido por C.A. Rodríguez en su informe de consultoría "Política Monetaria y Cambiaria en Colombia" (Mimeo, 1991).

33. Evidencia sobre la movilidad de capitales antes de 1991 es presentada por Herrera, S. (1991c). Una sugerencia en el sentido de que la movilidad aumentó en 1991 es presentada por Edwards en su informe.

dinero a la trayectoria del crédito doméstico. Cualquier inconsistencia que exista entre los deseos del público y el crédito doméstico, se corrige con ajustes en la cantidad de reservas.

Para ilustrar, usemos el caso de una expansión del crédito; si se expande el crédito doméstico se presenta un exceso de oferta de pesos y una devaluación del tipo de cambio. La devaluación, entre otras cosas, reduce el valor real del stock inicial de pesos y genera la necesidad de aumentar los saldos nominales hasta que igualen la nueva oferta.

Con tipo de cambio fijo, de otra parte, la expansión del crédito es compensada con caída de reservas internacionales. Si el proceso continúa, se presenta, eventualmente, una crisis de la balanza de pagos en el momento en el cual se percibe que el nivel de reservas no permite financiar más la continua caída de las mismas. Tarde o temprano se debe devaluar el tipo de cambio. La devaluación, en ausencia de ajustes en la dinámica del crédito, dispara la inflación; es decir, el nivel general de precios reflejará la devaluación de manera cercana. Ahora bien, este brote inflacionario implica la necesidad de aumentar la tenencia de dinero en términos nominales. En estas circunstancias, encontramos que la devaluación sin ajuste en el crédito, implica inflación, proceso que a su vez implica una acumulación de saldos monetarios en términos nominales. Es decir, la inflación causa crecimiento monetario nominal[34].

Cuando se presenta una contracción del crédito doméstico, por contrapartida, o bien se revalúa la tasa de cambio si ésta flota o bien suben las reservas internacionales si el tipo de cambio es fijo o controlado. Con tipo de cambio flexible, se observaría una revaluación, un aumento en el valor real de los saldos monetarios y una salida compensatoria de reservas internacionales con inflación más baja. Con tipo de cambio fijo, se observaría entrada de reservas y precios estables.

34. La correlación entre dinero y precios no es materia de discusión; lo que si sucede es que se interpretan los vínculos causales de manera diferente. El problema del texto es descrito así por Gil Díaz: "cuando se compromete el tipo de cambio se hace impertinente e incorrecto cualquier comentario sobre la cantidad de dinero y su significado, es decir sobre si es excesiva o si causa inflación o si está creciendo demasiado rápido".

Ahora bien, si se restringe el crédito, revaluándose consecuentemente el tipo de cambio de equilibrio, mientras que se intenta devaluar el tipo de cambio nominal, se genera un proceso inflacionario en el contexto del cual se acumulan reservas internacionales, mientras que se revalúa la tasa de cambio real, en gran parte por cuanto se dispara la inflación. Esto es exactamente el caso colombiano de 1991.

Qué hubiera sido consistente? En primer lugar, si se decidió restringir el crédito, era necesaria una revaluación del tipo de cambio nominal. La restricción del crédito doméstico es analíticamente equivalente una revaluación del tipo de cambio de equilibrio. Por tanto es una medida inflacionaria en ausencia de un ajuste en el tipo de cambio nominal.

Segundo, si se decidió controlar el tipo de cambio nominal, era inconsistente pretender controlar la cantidad de dinero mediante la restricción al crédito. En síntesis, el programa que discutimos es problemático por cuanto se pretende tener control sobre el tipo de cambio nocinal y sobre la cantidad de dinero, sin el ajuste fiscal requerido[35].

La política económica debe ir al fondo del problema; sujetos a la trayectoria cambiaria prevista[36], lo más adecuado es tolerar una ampliación del crédito interno neto al sector privado, política que constituye de hecho una devaluación del tipo de cambio de equilibrio y favorece el objetivo de eliminar el desequilibrio cambiario.

En vista de este objetivo global, se debe buscar la eliminación de dificultades que se derivan de una política que redunda en contracción del crédito. Estas implican la persistencia de incentivos a recomponer el portafolio activo y pasivo del sector privado. Esta sugerencia incluye el uso de los certificados de cambio a descuento, las OMAS, los encajes y los requisitos de posición propia.

La racionalización del gasto público es un propósito que siempre resulta deseable; sin embargo, la reducción del gasto público es un instrumento limitado en eficiencia si su objetivo consiste en

35 Este punto ha sido hecho por varios autores en el último año. Entre ellos ver Herrera, S. (1991b) "Que Tan Efectiva es la Política Monetaria?" **Estrategia** (Abril).

36 La cual incluye una revaluación real así como una trayectoria estable para el tipo de cambio nominal.

acomodar una acumulación de reservas que refleja desequilibrios en el frente cambiario.

Finalmente, una ampliación del crédito implica tolerar alzas temporales de los medios de pago. Este viraje es el punto de partida del siguiente capítulo.

2.5 Conclusiones

En este capítulo se ha presentado una visión global sobre el origen (1989-90) y evolución (1991) del problema de desequilibrio macroeconómico presente durante la fase inicial del programa de apertura en Colombia, caso que es una aplicación del esquema general estudiado en el capítulo inicial. Así mismo, se hicieron algunas reflexiones generales en torno de las alternativas de manejo.

Se identifica el problema básico como originado a nivel del diseño de la política económica en el contexto del proceso de liberalización comercial. Básicamente, identificamos problemas de consistencia entre el manejo del tipo de cambio nominal, el ritmo de expresión efectiva de la apertura y el manejo de la política fiscal.

Si bien es claro que un eje importante del problema actual es de naturaleza fiscal, sobre todo a mediano plazo, donde hay niveles importantes de gasto y de financiación externa paralela, el documento sugiere que la explicación central de la aceleración inflacionaria fue la decisión de "defender", mediante la indexación, lo que se juzgó como la tasa de cambio real deseable, política en cuyo apoyo acudió un intento infructuoso de esterilización que resultó agravando el problema inicial, forzando entradas de capital especulativo y generando la necesidad de captar ahorro, parte importante a través del impuesto inflacionario, para financiar este incremento.

3. TASAS DE INTERES Y POLITICA MONETARIA

Del capítulo anterior se deduce que el papel de las tasas de interés en el programa de estabilización es crucial; veíamos como una reducción de las tasas de interés va en la dirección de devaluar

el tipo de cambio de equilibrio, mientras que una elevación de las mismas va en el sentido contrario.

En el diseño de un programa de estabilización, la utilización de las tasas de interés se puede ver de dos maneras. En primer lugar, la sabiduría convencional sugiere que las tasas de interés reflejan ex-ante la posición de las autoridades monetarias y que tasas altas son un síntoma de un ajuste en la demanda agregada y por ende de la inflación.

En segundo lugar, se argumenta que tasas de interés altas reflejan ex-post elevadas expectativas de inflación y que serían síntoma, más bien, de incrementos posteriores en el ritmo inflacionario.

Combinando los dos argumentos, se puede plantear que si bien elevar las tasas de interés refleja una decisión oficial de reducir la demanda nominal, dichos niveles no son sostenibles a mediano y largo plazo sin incrementos en la tasa de inflación. En este capítulo profundizamos en este tema.

3.1. El Efecto Inflacionario de la Tasa Nominal de Interés: Una Ecuación Básica

La idea de que una elevación de las tasas de interés nominal reduce las presiones inflacionarias de la economía, se basa en un modelo que, en términos sencillos, comienza por la siguiente ecuación:

$$y(t) = y^* + \alpha[\pi(t) - \pi^e(t)]$$

La tasa crecimiento de la economía en el año t, y(t), es igual a la tasa de crecimiento potencial y*, más un factor ligado a la diferencia entre la inflación y la inflación esperada. Esta relación define una relación de "Curva de Phillips" entre inflación y actividad económica, aumentada por las expectativas de inflación.

La ecuación (8) se puede reescribir así:

$$\pi_t = B_0 (y_t - y^*) + B_1 \pi^e$$

Para entender el enfoque convencional en torno de la relación entre tasas de interés e inflación, es necesario suponer que el ritmo de actividad, o en un sentido keynesiano, el ritmo de expansión de la demanda agregada, depende de la tasa de interés, a la manera de un modelo IS/LM convencional:

$$y = y(i) \; ; \; y' < 0$$

de esta forma, un incremento en la tasa de interés reduce el ritmo de actividad (contrayendo la demanda) y es un factor anti-inflacionario.

De otra parte, si las expectativas de inflación se ven afectadas por la tasa de interés, tenemos:

$$\frac{\partial \pi}{\partial i} = B_0 \frac{\partial y}{\partial i} + B_1 \frac{\partial \pi^e}{\partial i}$$

ecuación que define el efecto sobre la inflación de una variación en la tasa de interés interna, con $\beta_0 > 0$, $\beta_1 > 0$. concluimos que bajo un esquema de curva de Phillips aumentada, el efecto de una elevación de la tasa de interés sobre la inflación depende de su efecto sobre las expectativas de inflación. Si las expectativas caen como consecuencia del incremento en tasas de interés, la inflación ine- quívocamente baja. Sin embargo, si las expectativas suben en grado suficiente, el incremento en tasas de interés puede ser positivo sobre inflación.

Bajo el esquema que utilizamos, la pregunta crucial se refiere al efecto del incremento en tasas de interés sobre el ritmo de actividad

(entendido como la demanda) vis a vis su efecto sobre las expectativas de inflación, tema que pasamos a estudiar.

3.2 Tasas de Interés y Espectativas de Inflación

Bajo el supuesto de una curva de Phillips aumentada, el efecto sobre las expectativas de inflación derivadas de un incremento exógeno en las tasas de interés es crucial para ponerle signo al efecto inflacionario de las mismas. A continuación recogemos algunas consideraciones conceptuales previa la estimación de un modelo estructural.

A. El efecto anti-inflacionario de una recesión

Un alza en las tasas de interés nominales pueden ser entendidas como una posición anti-inflacionaria de la autoridad monetaria y como una señal en esa línea hacia el futuro. Por ende, a través de la relación de Phillips, los agentes pueden anticipar caídas en la inflación futura derivadas del efecto sobre la demanda agregada. Esto es, si sobre un horizonte t=(0,T) un agente anticipa la vigencia de unas tasas de interés i(t), sabe que y(t) va a ser más bajo entre más altas sean las tasas de interés. Por tanto, enfrentando dos posibilidades en materia de tasas de interés, ella anticipará menor inflación a mayor tasa de interés. En dicho caso, el efecto anti inflacionario del incremento sería inequívoco.

B. Tasas de interés y deuda pública

Sin embargo, una política de tasas de interés altas debe enfrentar un problema que no es considerado en el análisis anterior. La política de estabilización surge como respuesta a una presión inflacionaria básica. Que esta presión provenga del lado fiscal o del sector externo no es importante en este momento. El hecho es que las tasas de interés suben con el objetivo de reducir la oferta monetaria y la demanda nominal. La contrapartida de esto sería la emisión de títulos representativos de deuda por parte del sector público, consolidado con el Banco Central.

El stock de la deuda del sector público, D, sube con el déficit fiscal primario (g), con el pago de intereses sobre el stock vigente (iDt_{-1}) y cae con el recaudo de impuesto inflacionario (πM). Formalmente:

$$\Delta D_t = g_t + iD_{t-1} - \pi_t M_t$$

Ahora bien, a largo plazo, el stock de la deuda converge a cero en valor presente. Si ó es la tasa de descuento intertemporal, ello significa:

$$\lim_{t \to \infty} \frac{D_t}{(1+\delta)^t} = 0$$

Puesto de otra manera:

$$\sum_{t=0}^{\infty} \Delta D_t B^t = \sum_{t=0}^{\infty} (g_t + iD_{t-1} - \pi_t M_t) B^t = 0$$

con $\beta = 1/(1+\delta)$. La restricción presupuestal implica que un incremento en la tasa de interés, efectuado con el fin de elevar el saldo de la deuda y neutralizar el efecto monetario de un choque exógeno, eleva los requerimientos de financiación futura. Si la trayectoria del déficit fiscal está dada, ello significa que hacia el futuro se debe elevar el recaudo de impuesto inflacionario.

Formalmente, simplificamos suponiendo que g_t es igual a cero para el horizonte en cuestión y planteamos que la demanda por dinero cae con los incrementos en la tasa de interés. En dichas circunstancias, tomando el límite cuando t tiende a infinito:

$$(1+i)^t D(0) = \sum_t \pi_t M(i)_t$$

Dado el stock inicial de la deuda D(0) y la inflación inicial, la inflación futura sube con la tasa de interés, ya que suponemos que la demanda por dinero cae con la elevación de aquella variable. De esta forma, dada la trayectoria fiscal y el stock inicial de la deuda, elevar las tasas de interés implica elevar la inflación hacia adelante. De otra parte, este efecto es mayor entre más elástica la demanda por dinero a la tasa de interés.

La introducción de la restricción presupuestal al problema, permite plantear un mecanismo a través del cual las expectativas de inflación pueden subir con el alza en las tasas de interés y así, en un esquema de Curva de Phillips aumentada, pueden implicar un incremento en la inflación.

C. Tasas de interés y movilidad de capitales

En una economía abierta, con movilidad de capitales, hay un factor adicional a los anteriores que tiende a disminuir el potencial recesivo y anti-inflacionario del aumento en tasas de interés. Este efecto está dado por el hecho de que tal aumento puede generar ajustes no en la cantidad de dinero ni la demanda nominal, sino en la composición de dicha variable.

En efecto, en una economía abierta, la tasa de interés interna (i) guarda una relación estrecha con la tasa externa (i*), la cual está mediada por las expectativas de devaluación (ϵ^E) y un factor de riesgo exógeno p:

$$i = i^* + \epsilon^E + p$$

Si las expectativas de devaluación no cambian, un recorte en el crédito doméstico, tendiente a recortar la cantidad de dinero y la demanda nominal, no tiene como efecto subir la tasa de interés, ya que los agentes recomponen su portafolio comprando dinero y otros activos domésticos. Por tanto, la cantidad de dinero no cambia; más bien, su composición se modifica, ganando peso las reservas internacionales y perdiendo peso el crédito doméstico.

D. Síntesis

Al subir las tasas de interés nominales, la literatura ha identificado diversos tipos de procesos que se gestan e implican efectos potenciales sobre la inflación. El efecto más favorable sería un recorte en la demanda agregada y un incremento en el ahorro. De otra parte, si la elevación de las tasas constituye parte de un paquete de estabilización en el cual se emite deuda pública, es posible que las expectativas de inflación suban. Finalmente, es posible que el efecto sobre la cantidad de dinero se vea reducido si la economía es abierta.

3.3. Aspectos Empíricos

Pasamos ahora a estimar órdenes de magnitud para los efectos esbozados anteriormente. Decíamos que un incremento en tasas de interés genera desinflación a través de sus efectos sobre la demanda agregada y puede generar inflación si tiene efectos positivos e importantes sobre las expectativas de inflación, no sólo por cuanto reduce la tasa de interés real ex-ante y reduce el efecto contractivo sobre la demanda agregada, sino también por cuanto puede asociarse con expectativas de financiamiento inflacionario futuro.

A. Efectos Macroeconómicos de una Elevación Exógena las Tasas de Interés

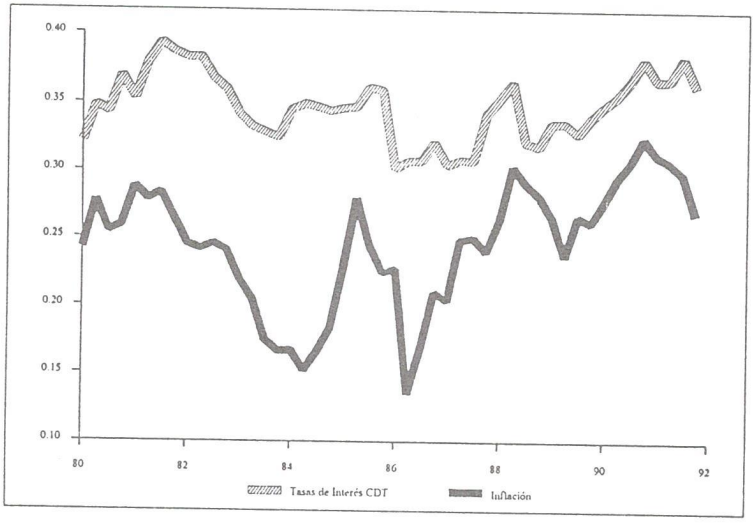
En esta sección estimamos un modelo sencillo cuyo propósito es identificar el tamaño del efecto sobre la inflación derivado de un incremento exógeno en las tasas de interés, en relación con su efecto sobre el crecimiento económico. Inicialmente, examinamos el comportamiento reciente de las variables en cuestión.

En el Gráfico 11 se muestra las series trimestrales de tasa de interés e inflación para el período 1980-91 y el Gráfico 12 muestra la relación entre inflación y crecimiento real. Lo más notorio es el hecho de que entre 1986 y comienzos de 1990, período de relativa aceleración en la tasa de crecimiento, la tasa de interés nominal tiende a caer, la inflación a subir y la tasa de interés real ex-post a caer. Entre 1990 y 1991, en cambio, la inflación tiende a subir, la tasa de crecimiento cae y la tasa real de interés ex-post se amplía. Cosa similar sucede entre 1980 y mediados de 1982. De otra parte,

- GRAFICO 11

INFLACION Y TASA DE INTERES / Promedios Móviles (4)

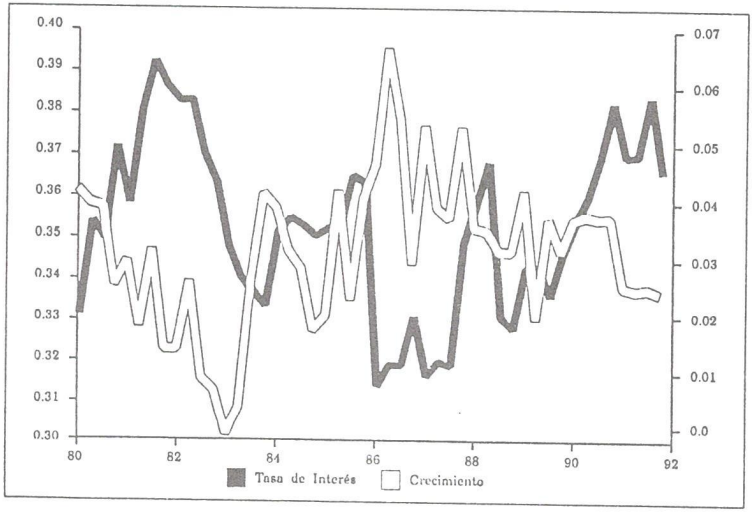
Series Trimestrales



- GRAFICO 12

CRECIMIENTO Y TASA DE INTERES / Promedios Móviles (4)

Series Trimestrales



la relación es inversa en el período que empieza a mediado de 1982 y termina a mediado de 1986.

Para formalizar un poco el anterior análisis, es útil construir un modelo VAR en términos de estas tres variables y hacer un seguimiento explícito de los efectos posteriores asociados con un incremento exógeno en la tasa de interés. El modelo que estimamos es el siguiente:

$$X(t) = \begin{bmatrix} \pi(t) \\ \frac{Y}{Y}(t) \\ i(t) \end{bmatrix} = \sum_{j=1}^{8} \alpha_j X_{t-j} + \epsilon_t$$

y simulamos el efecto de una innovación en la dinámica de la tasa de interés nominal.

Los resultados más importantes se presentan en el Gráfico 13 donde se observa la respuesta de la inflación y del crecimiento a un choque exógeno en la tasa de interés nominal. En el gráfico se normaliza la respuesta de cada período con el fin de aproximar el tamaño relativo de los efectos[37].

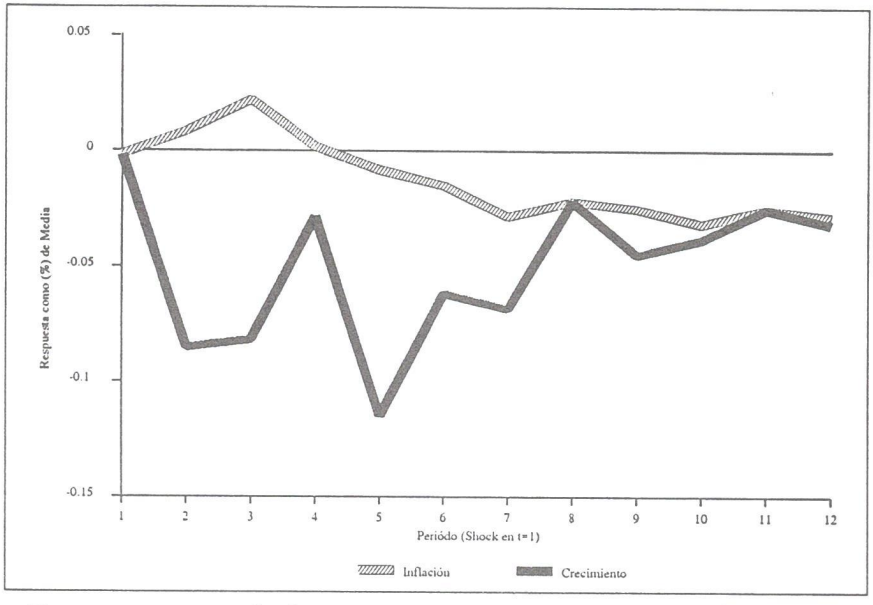
Es claro que el modelo plantea una respuesta importante en la tasa de crecimiento. En términos de valores concretos, un incremento exógeno puntual (no sostenido) de 2.5% puntos en la tasa de interés nominal, implica bajar la tasa de crecimiento en aproximadamente 62% -por ejemplo, de 3% a 1%- en un período de cuatro años. El efecto es muy rápido en expresarse y ya al cabo de un año se ve una parte importante del efecto total. El tamaño de este efecto tiene que ver con el hecho de que el incremento exógeno tiene efecto permanente; la tasa nominal se eleva permanentemente en aproximadamente otro 3% (de 36.5% a casi 40%).

37 La media de la inflación 1980-91 es de 24.5% y el de la tasa de crecimiento es de 3.4%. De otra parte, el tamaño del choque que simulamos es de 2.5% en tasas de interés (pasar de 34% a 36.5%).

GRAFICO 13

EFECTO DE INCREMENTAR TASA DE INTERES

Funciones de Impulso-Respuesta Normalizadas



De otra parte, el efecto sobre la inflación es más moderado y asimétrico; el efecto total no alcanza a ser 15% de la media y al principio el incremento exógeno se asocia con mayor inflación y después con ajuste a la baja. En total, al cabo de cuatro años la inflación se reduce en aproximadamente 4 puntos, es decir pasar de 24% a 20%.

Concluimos que el efecto de un incremento exógeno en tasas de interés nominales tiene efectos a nivel de la tasa de interés real de largo plazo, es recesivo en grado muy importante y contribuye en el esfuerzo anti-inflacionario en grado muy modesto.

Desde el punto de vista de la política macroeconómica, los hallazgos esbozados arriba, sugieren la inconveniencia de basar un paquete de estabilización macroeconómica sobre el expediente de elevadas tasas de interés. Ello es ineficiente y extremadamente costoso en términos de producción futura.

En términos analíticos, los resultados plantean dudas sobre la pertinencia de los esquemas simples discutidos; si bien es cierto que la elevación de tasas de interés nominales tiene efectos reales, al menos en el período simulado, no parece ser válida la implicación anti-inflacionaria de allí derivada por algunos autores. La inflación, por revestir las características esbozadas en el capítulo 1, tiende a perpetuarse, independientemente del régimen de tasas de interés vigente. Si son racionales, las expectativas de inflación no deben, por ende, ser sensibles a estos cambios de régimen. En ausencia de este ajuste, la única explicación para el pobre efecto de la tasa de interés sobre la inflación se debe a su efecto sobre la tasa de crecimiento potencial, aspecto que, a su vez, se debe entender como ligado al efecto sobre tasa de interés real.

En efecto, si se recuerda la ecuación (15), supongamos que $y^* = f(r)$; $r = i - \pi$; $f' < 0$. El alza exógena en i implica un alza de r y una caída en y* que se transmite a y (observado) directamente.

Es decir, modificamos (15):

$$y(t) = \alpha_1 y^*(r) + \alpha_2 (\pi - \pi^e)$$

De otra parte, dado βo en la ecuación (16), el efecto inflacionario no tiene por que ser significativo:

$$\pi(t) = \beta o[y(t) - \alpha_1 y^*(t)] + \pi^e \; ; \; \beta o = 1/\alpha_2$$

Si a1 es suficientemente cercano a la unidad, y las expectativas de inflación oscilan, racionalmente, alrededor de la inflación rezagada, podemos observar una caída en el crecimiento (potencial y observado) y una inflación muy estable.

4. CONCLUSIONES

En este documento se presentan tres capítulos que intentan sintetizar algunos aspectos de la relación entre inflación y estabilización en Colombia, a la luz de la necesidad de replantear la

estrategia anti-inflacionaria si, como se desea, una meta de la política económica es la reducción drástica de la inflación.

En el primer capítulo estudiamos la inflación de largo plazo en Colombia. Llegamos a la conclusión de que en ausencia de una explicación del salto en el grado de indexación observado a comienzos de los años setenta, toda teoría es insatisfactoria. En dicho capítulo se le da especial importancia a la decisión de seguir una política de Crawling Peg, o minidevaluaciones, política que en buena parte del período 1970-91 ha estado orientado a la defensa del tipo de cambio real.

En el segundo capítulo se estudia la política macroeconómica del período 1989-92 como un caso especial del esquema planteado en el capítulo inicial. Se concluye que la decisión de devaluar la tasa de cambio nominal, en adición a la decisión de defenderlo más adelante frente a flujos de capital persistentes, originó una serie de acomodaciones en el sector externo cuya contrapartida fue la gestación de presiones inflacionarias básicas. Entre los aspectos más importantes, cabe subrayar la decisión de intentar esterilizar flujos de capital y elevar la tasa de interés nominal.

Finalmente, en el capítulo tercero se analiza la relación entre incrementos en tasas de interés e inflación, partiendo de la idea de que su elevación puede ser vista o bien como un síntoma ex-post de mayores presiones inflacionarias o como un síntoma ex-ante de reducciones en la demanda agregada y en la inflación. Un análisis conceptual básico lleva a la conclusión de que el signo de la relación depende del efecto relativo de la contracción, vis a vis los efectos sobre las expectativas de inflación.

A nivel empírico, los resultados sugieren la viabilidad de un modelo alternativo al básico, en el cual los incrementos en tasa de interés nominal tienen efectos sobre la tasa de interés real y sobre el PIB potencial. En efecto, en una simulación a cuatro años, se muestra que los efectos sobre el crecimiento son considerablemente más importantes que los efectos sobre la inflación.

En su conjunto, el trabajo cuestiona la pertinencia de una política de estabilización basada en incrementos de la tasa de interés nominal. Esto es así por cuanto se desatiende un aspecto

fundamental de la inflación de largo plazo en el país y se generan costos a todas luces excesivos.

Hacia adelante, si un objetivo de política es la reducción de la inflación a niveles internacionales, el trabajo sugiere la necesidad de reconsiderar un esquema de política macroeconómica basado en la defensa de un determinado tipo de cambio real.

BIBLIOGRAFIA

Adams, C. y D.L Gros (1986) "The consequences of real exchange rate Rules for inflation" **IMF Staff Papers** (Vol. 33; No. 3).

Calderón y Herrera (1990) "Elementos de una Política Anti-Inflacionaria" Fescol-Fedesarrollo **Debates de Coyuntura Económica**

Calvo, G.A. (1981) "Devaluation: Levels versus rates" **Journal of international Economics**

Calvo, G.A (1992) "Are Interest Rates Effective for Stopping High Inflation? Some Skeptical Notes" **World Bank Economic Review** (Vol 6; No. 1).

Carrasquilla, A. (1989) "Una Nota Sobre la Coyuntura Monetaria" (Mimeo, Diciembre de 1989).

Carrasquilla, A. (1990) "Apertura y Crecimiento: Consideraciones en Torno del caso Colombiano" en Florángela Gómez (Ed.) **Apertura y Sector Financiero** Bogotá, Asociación Bancaria de Colombia.

Carrasquilla, A. (1991) "Diferencial en Tasas de Interés y Acumulación de Reservas: La Experiencia Enero-Julio" (Mimeo, Banco de la República).

De Gregorio, J. (1991) "The Effects of Inflation on Economic Growth: Lessons from Latin America" **IMF Working Paper** (WP/91/95).

Dornbusch, R. (1976) "Expectations and Exchange Rate Dynamics" **Journal of Political Economy**

Dornbusch, R. y S. Fisher (1992) "Inflación Moderada" **ESPE** (No. 21)

Edwards, S. (1991) "Exchange rates in developing countries: Reflections on nominal anchors" (mimeo, UCLA).

García G., J. y L. Gutterman (1986) "El Financiamiento del Sector Público" **ESPE**

Gray, J. (1976) "Wage indexation: a macroeconomic approach" **Journal of Monetary Economics** (Vol. 2).

Herrera, S. (1991a) "Qué tan Grande es el Desequilibrio Cambiario?" (Mimeo, Banco de la República).

Herrera, S. (1991b) "Qué tan Efectiva es la Política Monetaria?" **Estrategia.**

Herrera, S. (1991c) "Movilidad de Capitales y la Economía Colombiana" **Banca y Finanzas**

Herrera, S. (1992) "Los intereses de la deuda pública, el déficit de caja del sector público y su presión sobre el ahorro: El caso colombiano" **Coyuntura Económica** (Vol. XXII No. 1, Abril).

Katz, E. y J. Rosenberg (1983) "Inflation variability, real wage variability and production inefficiency" **Economica** (50; 225-233).

Khan, M. y J. D Ostry (1991) "Response of the Equilibrium Exchange Rate to Real Disturbances in Developing Countries" IMF Working Paper WP/91/3

Khan, M. y J. S Lizondo (1987) "Devaluation, Fiscal Deficits and the Real Exchange Rate" **World Bank Economic Review** (1; 2; 357 - 374)

Kuran, T. (1986) "Anticipated inflation and aggregate employment: The case of costly price adjustment" **Economic Inquiry** (24; 293 - 311).

Leijonhvud, A. (1977) "Cost and consequences of inflation" en Harcourt, H. (ed) **Microeconomic Foundations of Macroeconomics** (Boulder, Westview Press).

Lipschitz, L y D. McDonald (1991) "Real Exchange Rates and Competitiveness" **IMF Working Paper WP/91/25**

Lucas, R. E. (1973) "some international evidence on output inflation tradeoffs" **American Economic Review** (63; 526-534).

Montiel, P. (1989) "An Empirical Investigation of High Inflation Episodes" **IMF Staff Papers**

Oliveros, H (1989) "Inflación y variabilidad de precios" (Mimeo, Banco de la República).

Rodríguez, C.A. (1981) "Managed Float: An Evaluation of Alternative Rules in the Presence of Speculative Capital Flows" **American Economic Review**

Sargent, T. J y N. Wallace (1981) "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic" Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review (Fall).

Sidrauski, M. (1967) "Rational choice and patterns of growth in a monetary economy" **American Economic Review** (57; 534-544).

Steiner, R. (1988) "La demanda por medios de pago, efectivo y depósitos en cuenta corriente 1967-86" **ESPE** (13).

Tobin, J. (1965) "Money and economic growth" **Econometrica** (33; 671-684).

*COMENTARIO**

*Mauricio Cárdenas S.***

Este es un trabajo interesante en el que Alberto Carrasquilla aborda varios temas de importancia para la conducción de la política macroeconómica en el país. El artículo está dividido en tres partes claramente diferenciales y que podrían haber dado lugar, cada una en sí misma, a tres trabajos diferentes. La primera parte analiza la dinámica inflacionaria en Colombia durante la posguerra. En particular, esta sección tiene como objetivo explicar: (i) los determinantes de la aceleración de la inflación durante los años setentas; (ii) las razones por las cuales la tasa de inflación no supera un nivel de 30%, y (iii) los costos de la inflación. En la segunda parte, el autor realiza una discusión acerca del manejo de la coyuntura económica durante 1990-1992, con énfasis en los mecanismos de estabilización adoptados. En ella se diagnostica al aumento reciente de la tasa de inflación como resultado del manejo cambiario. En la tercera sección se presentan los resultados de un modelo de vectores autorregresivos en el que estiman empiricamente las relaciones entre crecimiento, inflación y tasas de interés en Colombia. La conclusión de esta última parte es que aumentos

* El doctor Mauricio Cárdenas hizo comentarios a la ponencia del doctor Alberto Carrasquilla en la correspondiente sesión del simposio, que tuvieron respuesta del ponente. La presente es una versión escrita con posterioridad al evento. El doctor Alberto Carrasquilla le dió respuesta en carta que se publica enseguida de este comentario.

** Subdirector Fedesarrollo (E)

en la tasa de interés reducen el crecimiento significativamente, mientras que tienen, un efecto anti-inflacionario moderado (que se manifiesta sólo después de varios trimestres). Por considerarla de mayor interés, en este comentario me concentraré en los resultados de la primera parte del trabajo.

LA INFLACION EN COLOMBIA

El comportamiento de la inflación durante el período 1954-1991 puede caracterizarse a partir de los Gráficos 1 y 2. En el primero se observan las tasas de inflación mensual y en el segundo se tienen las tasas anuales, calculadas para cada mes a partir del acumulado de los últimos doce meses. Una mirada superficial a estos gráficos plantea el hecho empírico alrededor del cual gravita la controversia más interesante (en mi opinión) sobre la dinámica inflacionaria en Colombia.

En particular, la tasa de inflación promedio en Colombia experimentó un cambio **permanente** que duplicó su nivel en algún momento entre 1972 y 1973. De hecho, como se aprecia en el Gráfico 3 (que es una ventana del Gráfico 1 para el período 1970-1974), la inflación se mantuvo en un nivel promedio relativamente homogéneo hasta finales de 1972, para luego elevarse de manera significativa a partir de comienzos de 1973.

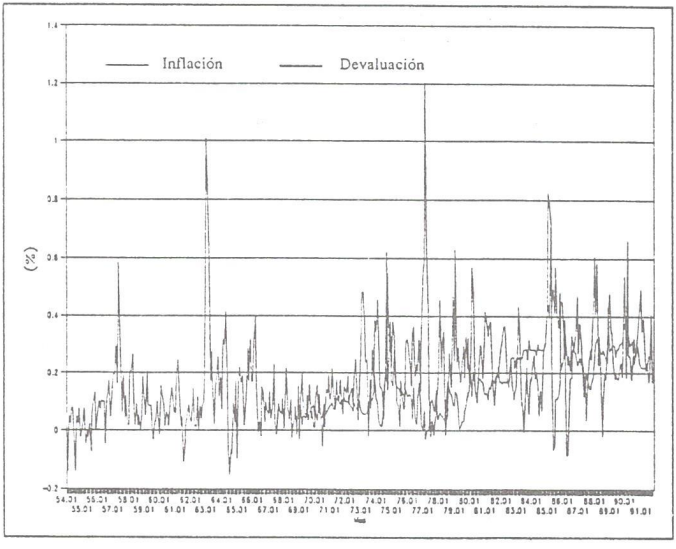
Con relación a las tasas mensuales, en promedio la inflación en Colombia durante el período 1954-1991 ha sido 1.32%, con una desviación estándar de 1.12%. Sin embargo, cuando se considera aisladamente dos subperíodos 1954-1972 y 1973-1991 los promedios cambian significativamente.

Durante el período 1954:01-1972:12, la inflación mensual promedio fue de 0.8%, con una desviación estándar de 0.92%, mientras que entre 1973:01 y 1991:11 las cifras correspondientes son 1.84% y 1.06%, respectivamente. Es decir, la inflación mensual se elevó en promedio en un punto porcentual, mientras que la desviación standard aumentó ligeramente (en este sentido no puede afirmarse que la elevación de la tasa promedio ha redundado en una mayor estabilidad).

Con relación a la inflación anual acumulada las cifras son igualmente sugestivas. Para el período completo la tasa promedio fue de 17.4% con una desviación standar de 9%. Durante la primera fase,

- GRAFICO 1

TASAS DE INFLACION Y DEVALUACION / MENSUAL ANUALIZADA



- GRAFICO 2

TASAS DE INFLACION Y DEVALUACION / AÑO ACUMULADO

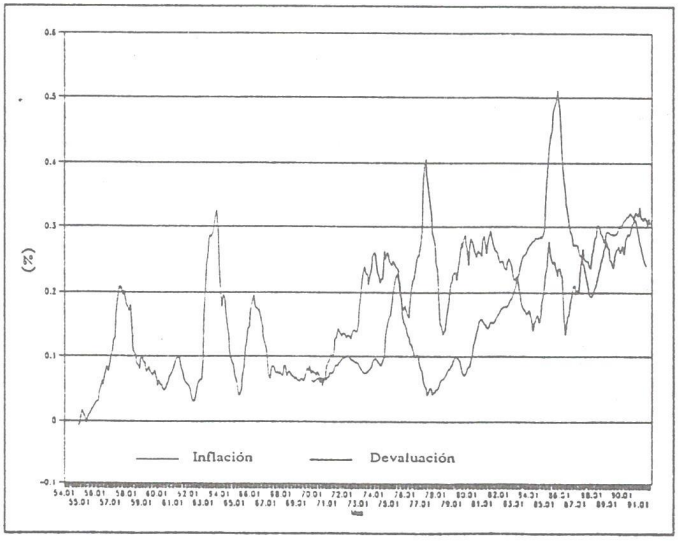
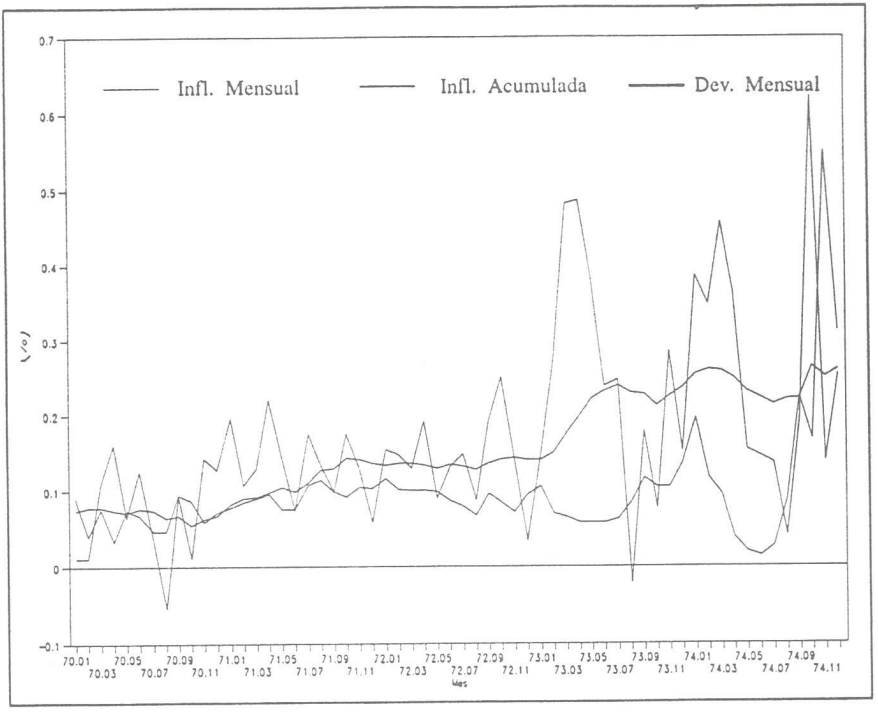


GRAFICO 3
TASAS DE INFLACION Y DEVALUACION
MENSUAL ANUALIZADA Y AÑO ACUMULADO



1955-1972, las cifras correspondientes son 10.3% y 6.4%, respectivamente. En contraste, durante la segunda mitad de la muestra, 1973-1991, el nivel promedio se elevó a 24.0%, con una desviación estándar de 5.0%[1].

Estos resultados pueden ilustrarse mediante un sencillo ejercicio econométrico. En primer lugar, mediante la prueba ya tradicional de Dickey-Fuller (aumentada) se puede rechazar con un alto grado de confianza la existencia de raíces unitarias en la serie de inflación. En otras palabras, la tasa de inflación es un proceso

1. En este sentido las series acumuladas si muestran una mayor estabilidad a partir de 1973 (cae la desviación estándar en un punto porcentual). En ambos casos, mensual anualizada y mensual año acumulado, la variabilidad relativa de la serie es menor en la segunda fase debido a que el nivel es mayor. En otras palabras, el coeficiente de variación es menor a partir de 1973.

estadístico estacionario o integrado de orden 0, I(o). Dicho sea de paso, el nivel de precios, o PIC, es estacionario en primeras diferencias o integrado de orden 1, I(1).

Dado el carácter estacionario de la serie, la estimación de la tasa de inflación se realizó a partir de un modelo AR(11), capaz de generar errores idéntica e independientemente distribuidos[2].

Asimismo, el modelo incluye una variable (dummy) (D) a partir de 1973:01 que capta el cambio en la constante de ese momento en adelante. Los resultados obtenidos fueron:

Dependent variable: INF
Current sample: 1954:1 to 1991:11
Number of observations: 443

YMEAN	1.34870	QSTAT5	.576937 (.989)	QSTAT17	26.9275 (.059)
SDEV	1.10439	QSTAT6	1.08183 (.982)	QSTAT18	27.0776 (.078)
SSR	278.715	QSTAT7	1.32153 (.988)	QSTAT19	27.1863 (.100)
S2	.648175	QSTAT8	1.49154 (.993)	QSTAT20	32.8561 (.035)
S	.805093	QSTAT9	1.50925 (.997)	ADF	-21.0888 (.000)
RSQ	.482999	QSTAT10	1.78947 (.998)	ARCH	13.1973 (.000)
ARSQ	.468571	QSTAT11	2.68503 (.994)	CHOW	1.33363 (.190)
DHALT	-1.30563(.192)	QSTAT12	2.85542 (.996)	LRHET	9.75679 (.000)
QSTAT1	.025526 (.873)	QSTAT13	3.77550 (.993)	FST	33.4767
QSTAT2	.026862 (.987)	QSTAT14	4.30374 (.993)	SBIC	-.284562
QSTAT3	.04391 (.997)	QSTAT15	4.66891 (.995)	LOGL	-525.951
QSTAT4	.119285 (.998)	QSTAT16	8.24476 (.941)		

Variable	Estimated Coefficient	Standard Error	t-statistic
C	.396831	.091213	4.35058
D	.475605	.118633	4.00906
INF(-1)	.490695	.047908	10.2424
INF(-2)	.101384	.053681	1.88864
INF(-3)	-.083751	.053723	-1.55893
INF(-4)	-.087047	.053630	-1.62309
INF(-5)	.560588E-02	.053637	.104516
INF(-6)	-.325383E-03	.053617	-.606863E-02
INF(-7)	-.064921	.053620	-1.21077
INF(-8)	-.037309	.053543	-.696803

2. Según el estadístico Q de Ljung-Box evaluado para autocorrelaciones de orden 15 en los errores. Un modelo AR(10) arroja un Q(15) demasiado alto con el cual no se puede afirmar que los errores son iid con al menos un 90% de confianza.

INF(-9)	.085349	.053423	1.59761
INF(-10)	.100683E-02	.053259	.018904
INF(-11)	.119124	.047454	2.51032

Como se aprecia, la tasa de inflación promedio se incrementó en 0.97% (=0.476/1-0.49-0.10-...-0.12) a partir de 1973. En otras palabras, la tasa tendencial de inflación mensual se elevó de 0.81%(=0.3968/1-.49-..-.12) a 1.78% entre 1972 y 1973.

La interpretación más común de lo ocurrido a comienzos de los años setentas no es, sin embargo, la de un cambio estructural repen tino. Una interpretación alternativa, claramente expuesta en el trabajo de Alberto Carrasquilla, plantea la posibilidad de una aceleración en la tasa de inflación durante un **período** de tiempo. Esta hipótesis es bastante intuitiva y se puede justificar con una rápida mirada al Gráfico 2. Allí se observa cómo entre enero de 1971 y enero de 1974 la tasa de inflación se "aceleró", con lo cual la muestra puede caracterizarse por la presencia de tres fases: i) un período de inflación baja hasta finales de 1970; ii) un período de aceleración de la inflación durante 1971 y 1973; y iii) un período de inflación alta a partir de 1974. A mi juicio, la hipótesis de la aceleración es un artefacto de la suavización de los datos implícita en el cálculo de tasas anuales de inflación. De hecho, cuando se observa el gráfico con los datos mensuales nada raro parece estar ocurriendo hasta 1973. Más aún, cuando a una regresión como lo anterior se le añade una "dummy" para el período 1970:01-1972:12 el coeficiente resultante no es estadísticamente diferente de cero. En otras palabras, estadísticamente el período 1970-1972 no es diferente del período 1954-1970[3].

¿Qué fue entonces lo que ocurrió en 1973? ¿Por qué los aumentos de precios de ese año tuvieron efectos permanentes sobre la tasa de inflación, mientras que antes y después de ese año las variaciones alrededor de la tendencia son de carácter netamente transitorio? ¿Cuál fue el factor determinante en la elevación súbita de la tasa promedio de inflación en el país? Estos son interrogantes sobre los cuales no existe una respuesta definitiva en la literatura disponible, que se encuentra muy bien resumida en Barrera (1992).

3. En una regresión similar a partir de datos anuales, Barrera (1992) obtiene que la "dummy" a partir de 1973 es la que arroja, en términos estadísticos, mayor estabilidad de los coeficientes.

Para este último autor, la devaluación determina la inflación, de manera que la aceleración de la inflación es atribuible a la adopción del régimen de minidevaluaciones en 1967[4]. Otros autores enfatizan el choque petrolero de 1973, la indexación de las tasas de interés en 1972 mediante la adopción del sistema UPAC (que pudo haber ayudado a propagar el choque petrolero) y los choques de oferta de alimentos (los cuales no parecen haber sido importantes entre 1970 y 1973). De cualquier modo, pese a que los diferentes trabajos enfatizan uno u otro aspecto, estas explicaciones no parecen ser excluyentes. Otra vertiente, sobre la cual existen más dudas, asocia la aceleración de la inflación a cambios en las políticas monetaria y fiscal.

Alberto Carrasquilla argumenta que la aceleración de la inflación durante comienzos de los años setentas es atribuible al proceso de aumento acelerado en el grado de indexación de la economía. De otra parte, la estabilización posterior de la inflación en niveles cercanos al 25%, se debe según el autor, a la existencia de un techo arbitrario (presumiblemente cercano al 28%) por encima del cual las autoridades sacrifican cualquier otro objetivo de la política económica (e.g. el mantenimiento de una tasa de cambio real deseada) a fin de impedir que la tasa de inflación exceda ese nivel.

En síntesis, la hipótesis conjunta del trabajo puede plantearse de la siguiente manera. El aumento en el grado de indexación le imprime mayor inercia a la tasa de inflación. Es decir hace que los aumentos de precios (i.e. petróleo, alimentos, etc.) tengan un efecto permanente sobre la tasa de inflación. Sin embargo, una vez la inflación alcanza cierto nivel (25-28%), las autoridades desaceleran el ritmo de minidevaluaciones con lo que impiden que la inflación supere este techo (arbitrario) que están dispuestas a tolerar.

AUMENTO DEL GRADO DE INDEXACION COMO DETERMINANTE DE LA ACELERACION DE LA INFLACION

Desde un punto de vista conceptual, bajas o altas tasas de inflación son compatibles con economías poco o muy indexadas[5]. Es

4. Es interesante, sin embargo, que según el Gráfico 3 la tasa de devaluación mensual (anualizada) fue muy estable (alrededor de 10%) entre 1970:-1 y 1973:12.

5. Por ejemplo, en Europa hay un alto grado de indexación y las tasas de inflación son bajas. El efecto de la indexación ha sido la rigidez de los salarios reales que ha redundado en mayores tasas de desempleo (Y no en una mayor inflación). Véase Summers y Blanchard (1986).

decir, un alto grado de indexación no es, en manea alguna, condición **suficiente** para registrar altas tasas de inflación. De hecho, en economías muy indexadas es posible que los choques negativos de precios (e.g. una caída en los precios del petróleo o de los alimentos, para no mencionar una revaluación) reduzcan permanentemente la tasa de inflación. De esta manera, si lo que estuviéramos tratando de explicar es un menor nivel promedio de inflación también podríamos recurrir al grado de indexación como posible causa.

El aumento en el grado de indexación hace que la serie de inflación se parezca más a un "martingale". Esto es una serie cuyo nivel actual es igual al nivel en el período anterior más un error aleatorio. En otras palabras, cuando la serie es un "martingale", el valor esperado hoy es simplemente el nivel observado en el período anterior. Así, la serie de inflación exhibe una raíz unitaria, a lo que es igual, no es estacionaria. Cualquier choque, positivo o negativo, hace que los agentes revisen sus expectativas hacia adelante (que son la base para los contratos que definen la inflación en el período siguiente). Es decir, el choque tiene un carácter permanente.

Esto es problemático para la interpretación de lo sucedido en Colombia ya que con un alto grado de indexación, la desaceleración en el ritmo de inflación registrada entre 1981 y 1983 debería haber ayudado a reducir **permanentemente** la tasa de inflación. En síntesis, el aumento en el grado de indexación no es, en sí mismo, una buena explicación de un cambio de nivel en una serie estacionaria. Se necesita algún complemento que explique porque el aumento en la tasa promedio fue "por una sola vez", ya que después ese nivel medio ni baja ni sube.

EL CONFLICTO ENTRE INFLACION Y TASA DE CAMBIO REAL COMO DETERMINANTE DE LA "ESTABILIZACION" DE LA TASA DE INFLACION

Carrasquilla tiene una teoría acerca de los mecanismos que impiden que ese nivel promedio suba (la posibilidad de que baje permanentemente en una economía altamente indexada se ignora). La hipótesis es que las preferencias de las autoridades son tales que en períodos de alta inflación se desindexa la tasa de devaluación. Es decir, cuando la inflación excede un nivel dado, las autoridades permiten cierto desalineamiento cambiario (i.e. una revaluación real de la moneda).

El sustento empírico a esta hipótesis está basado en un ejercicio simple que consiste en comparar la tasa de inflación con la aceleración de la devaluación en el período siguiente. Según el autor, si se divide la muestra en dos grupos (alta y baja inflación, dependiendo de si están por encima o por debajo de la mediana) el promedio de aceleración de la devaluación es superior en el primer grupo comparado con el segundo (11% vs. 6%). Cuando se seleccionan aquellos meses con tasas de inflación superior a 28% se desacelera la devaluación en 11% en promedio. De estos resultados se deduce que la tasa de devaluación se ha manejado, en ocasiones, con fines antiinflacionarios.

Sin embargo, a partir de los mismos datos utilizados por Carrasquilla no se pueden confirmar estos resultados mediante estimaciones econométricas. En efecto, al estimar regresiones de la aceleración de (la tasa de) devaluación frente a la inflación en el mes anterior (más una constante y otras variables[6]) el coeficiente sobre la inflación en el período anterior no es significativamente diferente de cero. Más aún, cuando se utiliza una muestra con aquellos meses con inflación superior al 2% (mensual) tampoco parece existir un vínculo entre la aceleración de la devaluación y la inflación previa.

El modelo teórico planteado es uno en el cual las autoridades tienen una función de pérdida que penaliza la inflación y la desviación de la tasa de cambio real frente a un nivel deseado (que por simplicidad es igual a 1). En particular,

$$L = K(\pi)\,\pi^2 + e^2, \quad \text{donde } K_\pi > 0.$$

π es la tasa de inflación[7], e es el logaritmo de la tasa de cambio real y k es el peso relativo que se le asigna a la inflación[8]. Como se ve, dicho peso es creciente en la tasa de inflación.

6. También se incluyó, alternativamente, la variable dependiente rezagada y la inflación rezagada en varios períodos, con el propósito de corregir la autocorrelación de los errores

7. Nótese que en este tipo de modelos con funciones de pérdida cuadráticas se penaliza por igual a la inflación que a la deflación.

8. a/b en la notación del trabajo original.

El modelo supone adicionalmente que la inflación es una función de la tasa de devaluación nominal (ϵ),

$$\pi = \gamma_1 \epsilon$$

y la tasa de devaluación real es función de la tasa de devaluación nominal, i.e.

$$\acute{\epsilon} = \epsilon - \pi = (1 - \gamma_1)\epsilon$$

donde por simplicidad, pero sin ninguna perdida de generalidad, se supone que no hay inflación mundial (i.e.,$\pi^* = 0$).

Según el autor, de este modelo "surge inmediatamente la naturaleza del problema" ya que una revaluación implica costos (mayores pérdidas para las autoridades); para contrarrestar la revaluación las autoridades pueden devaluar pero esto genera inflación, que también es indeseable. Así, aparentemente aparece un conflicto entre la inflación y el mantenimiento de una tasa de cambio real. A mi juicio, sin embargo, no existe ningún conflicto entre estos dos objetivos ya que las autoridades pueden eliminar por completo sus pérdidas (L=0)[9] fijando la tasa de cambio.

Para demostrar este punto basta con reformular el modelo de manera muy simple. Penalizar las desviaciones de la tasa de cambio real frente a un nivel exógeno deseado es equivalente a penalizar la revaluación o devaluación real de la moneda frente a ese nivel. Por ello, la función de pérdida se puede escribir como:

$$L = K(\gamma_1 \epsilon)\gamma_1^2 \epsilon^2 + (1 - \gamma_1)^2 \epsilon^2, \qquad \text{donde } K_\epsilon > 0$$

La condición de primer orden para la minimización de L (i.e. Dl/d ϵ = 0) esta dada por:

$$K_\epsilon \gamma_1^2 \epsilon^2 + 2 K \gamma_1^2 \epsilon + 2(1 - \gamma)^2 \epsilon = 0,$$

9. En la terminología moderna, las autoridades pueden llegar a su punto de "euforia" mediante un manejo muy simple de las variables macroeconómicas.

de donde es evidente que una de las soluciones al problema está dada por $\epsilon = 0$. Si las autoridades fijan la tasa de cambio no tienen problema conciliando dos objetivos que son en realidad uno solo. En efecto, la conceptualización que se realiza en el trabajo de Carrasquilla, pese a estar encaminada en la dirección correcta al endogeneizar el proceso de toma de decisiones de las autoridades, adolece de un problema básico. El ritmo de devaluación real (o el mantenimiento de una paridad real dada) **depende** de la tasa de inflación. Por ello, el control de la inflación es en sí mismo el control de la tasa de cambio real, lo cual resulta obvio para las autoridades. Estas, a mi juicio, son más racionales como para tratar de resolver otro "problema" que plantea un conflicto más real: el existente entre inflación y empleo. En el mejor de los casos, si es cierto que existe un conflicto entre inflación y paridad cambiaria, el modelo simplemente no lo capta.

ALGUNOS COMENTARIOS SOBRE LOS COSTOS DE LA INFLACION

Una de las mayores dificultades de los modelos macroeconómicos modernos es precisar el origen de los costos de la inflación. Por ello, la especificación de la función de pérdida en este tipo de literatura es relativamente ad-hoc ya que se parte de la base de que la inflación es costosa para el gobierno. Algunas formalizaciones recientes han logrado racionalizar esta idea a partir de los "Costos de Menú", i.e. los costos de reimpresión de las listas de precios que son proporcionales a la tasa de inflación[10], o los llamados "costos de suela (de zapatos)" que son los costos de transacción asociados a la mayor rapidez con que se tienen que hacer las transacciones en dinero en un ambiente inflacionario.

Carrasquilla, aborda el tema de los costos de la inflación desde dos perspectivas diferentes: i) Establece, a partir de las series históricas para Colombia, una relación negativa entre inflación y crecimiento[11]; ii) Encuentra una relación positiva entre inflación y

10. Véase, por ejemplo, Mankiw (1985) y Akerlof y Yellen (1985).

11. Resulta paradójico, por lo menos, que más adelante en el trabajo el autor parta del supuesto de la existencia de una curva de Phillips aumentada e incluso titule un numeral como "El efecto anti-inflacionario de una recesión."

dispersión de los precios relativos de los cuatro principales componentes de la canasta base del índice de precios al consumidor.

En el primer caso, no es clara la interpretación que debe dársele a una ecuación que estima la tasa de crecimiento del producto como función de la inflación, ya que es difícil establecer una relación de causalidad. Es cierto, sin embargo, que en algunos estudios recientes que utilizan muestras de corte transversal para grupos grandes de países se establece una relación inversa entre el crecimiento económico y la tasa promedio de inflación (Fischer, 1991), el crecimiento promedio de la tasa de inflación (Kormendi y Meguire, 1985) y la desviación estándar de la tasa de inflación (Grier y Tullock, 1989). No obstante, en un análisis reciente Levine y Renelt (1992) señalan como estos resultados no son robustos a variaciones marginales en las demás variables incluidas en las regresiones.

El que no exista una relación significativa entre el nivel de la tasa de inflación y la capacidad predictiva de los modelos, como Carrasquilla muestra de manera convincente, plantea dudas acerca de la presunta relación negativa entre inflación y crecimiento. En efecto, buena parte de la literatura reciente sobre este tema sugiere que esta relación negativa opera a través del vínculo entre inflación, incertidumbre e inversión.

De otra parte, es deseable separar analíticamente la inflación anticipada de la no anticipada. Como la inflación anticipada es simplemente el nivel de tendencia, y este se elevó a partir de 1973, es posible que la relación estimada entre crecimiento de inflación tenga un signo negativo debido a que el crecimiento se desaceleró en los años ochentas (por múltiples motivos) cuando la inflación anticipada era mayor.

La relación entre inflación no anticipada y crecimiento (o empleo) bien puede ser positiva, lo cual es fundamental para formular la función de pérdida de las autoridades de manera que exista un conflicto entre estas dos variables.

En el caso de la relación entre inflación y dispersión de precios relativos no es claro el sentido económico de una regresión que estima a la primera como función de la varianza de los segundos. El modelo que subyace dicha estimación plantearía que la inflación depende de la dispersión de precios relativos, cuando probable-

mente la relación va en la dirección opuesta[12]. Esto último es lo que obtienen los modelos tipo (S,s)[13] o los de "costos de menú" donde más que explicar la inflación se trata de entender el origen de sus efectos reales (incluyendo el efecto sobre la dispersión de precios relativos). En estos modelos existen razones para no ajustar todos los precios de manera uniforme ya que resulta óptimo esperar hasta que el nivel real de un determinado precio alcance una cota inferior que justifique su reajuste (que involucra costos). En los modelos que endogenizan la frecuencia de ajustes de precios, e.g. Caplin y Spulber (1987), un choque monetario suficientemente grande aumenta el número de firmas que revisan sus precios en un período de tiempo dado y, con ello, se reduce el grado de inercia del nivel agregado de precios[14]. Sin embargo, es difícil establecer una relación directa entre la inflación media y la variabilidad de precios relativos.

CONCLUSIONES

Este comentario se ha concentrado sobre algunos temas explorados en el trabajo y como tal no hace justicia con la totalidad de temas en él abordados. Con relación al análisis de las causas y consecuencias de la inflación, no se tienen todavía respuestas definitivas. Aún si se acepta la hipótesis del aumento en el grado de indexación como explicación del cambio de nivel alrededor de 1973, no es claro porque la inflación ha mantenido ese nivel promedio pese a las fuertes fluctuaciones que se han presentado. Como no es necesariamente cierto que la inflación se haya estabilizado, cabe

12. Fischer (1981) y Márquez y Vining (1984) resumen la abundante literatura sobre la asociación entre inflación y variabilidad de precios relativ

13. En estos modelos la firma incurre en un costo fijo real cada vez que cambia el precio del bien que produce. En consecuencia, la política óptima se caracteriza por una secuencia de intervalos finitos en los que el precio nominal se mantiene constante, seguidos de ajustes discretos de precios. El precio real fluctúa entre los extremos (S y s), cayendo continuamente en cada intervalo. En un modelo determinístico, Sheshinski y Weiss (1977) muestran como a mayor inflación, mayor intervalo (S,s), mientras que el efecto sobre la frecuencia del ajuste en ambiguo. Según ese modelo, a mayor inflación mayor dispersión de precios relativos en un momento en el tiempo. Cuando la inflación es estocástica, como en Sheshinski y Weiss (1983), aumentos en la inflación reducen el lapso de tiempo entre revisiones de precios.

14. Es decir, se restablece la neutralidad del dinero.

preguntarse porque en una economía indexada los períodos de baja inflación no se han prolongado. Con relación a los períodos de alta inflación la respuesta del trabajo es que se ha utilizado la tasa de cambio como ancla nominal. Sin embargo, la racionalización de esta idea parte de un conflicto entre inflación y tasa de cambio real que es inexistente. Con relación a los costos de la inflación, un tema difícil de abordar, los resultados son poco concluyentes. Más aún, si se toman literalmente los resultados, no existe una buena justificación al peso que le asignan nuestras autoridades al logro de este objetivo.

BIBLIOGRAFIA

Akerlof, George A. and Janet Yellen, "A Near-Rational Model of the Business Cycle, with Wage and Price Inertia", **Quarterly Journal of Economics,** C (1985), 823-38.

Barrera, Felipe, 1992, "La Inflación de Largo Plazo en Colombia" Tesis PEG, Universidad de los Andes.

Blanchard, Olivier y L. Summers, 1986, "Hysterisis ans the European Unemployment Problem", en **NBER Macroeconomics Annual** 1, 15-78.

Caplin, Andrew and D. Spulber, 1987, "Menu Costs and the Neutrality of Money", **Quarterly Journal of Economics,** December.

Fischer, Stanley, 1991, "Growth, Macroeconomics and Development", in Stanley Fischer (Ed.) **NBER Macroeconomics Annual,** 1991.

"Relative Shocks, Relative Price Variability, and Inflation", **Brookings Papers on Economic Activity** (1981), 381-431.

Grier, Kevin and G. Tullock, 1989, "An Empirical Analysis of Cross-National Economic Growth, 1951-1980", **Journal of Monetary Economics,** September, 24, 259-79.

Kormendi, R. and P. Meguire, 1985, "Macroeconomic Determinants of Growth: Cross Country Evidence", Journal of Monetary Economics, 141-163.

Levine, Ross and Renelt, David, 1992, "A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions", **American Economic Review,** Vol. 82, No. 4, September, 942-963.

Mankiw, N. Gregory, 1985, "Small Menu Costs and Large Business Cycles: A Macroeconomic Model of Monopoly", **Quarterly Journal of Economics,** 100, May, 529-539.

, adn D. Romer, 1991, **New Keynesian Economics: Imperfect Competition and Sticky Prices,** Vol. 1, The MIT Press.

Márquez, John, and Daniel R. Vining, "Inflation and Relative Price Behavior: A Survey of the Literature", in M. Ballabou, ed., **Economic Perspectives,** Vol. 3, (New York: Harwood Academic Publicshers, 1984).

Sheshinski, Eytan, and Yoram Weiss, "Inflation and Costs of Price Adjustment", **Review of Economic Studies,** LIV (1977), 287-303.

, and , "Optimum Pricing Policy Under Stchastic Inflation", **Review of Economic Studies,** l (July 1983), 513-29.

*Respuesta al comentario**
Alberto Carrasquilla

Apreciado Mauricio:

Leí con mucho interés su comentario a mi trabajo del simposio y le agradezco que me lo haya enviado.

Infortunadamente, sólo comparto uno de los puntos que usted plantea. Por motivos de exposición, creo útil cambiar la regresión de la inflación contra su varianza. Lástima que no haya tiempo de cambiarlo (además no sería muy honesto).

De la primera parte, rescato, un pie de página: mirando el coeficiente de variación, que es lo correcto, todas las periodicidades sugieren que hay una estabilización importante de la inflación.

Su idea de que además de la indización es necesario explicar cuál fue el choque que se indizó es correcta, por supuesto, pero ese no era mi propósito. Sobre ese punto siempre habrá polémica. En el trabajo lo digo explícitamente: para mí hay una función de densidad idéntica que genera los choques antes y después de 1970-73; lo importante es que se asimilan distinto.

Yo también hice una regresión de la inflación contra la aceleración de la devaluación, con resultados similares. El problema es que se trata de un modelo con parámetros cambiantes. Al hacer la estimación así, me encontré con un problema de tipo puramente estadístico: demasiada varianza en los coeficientes. Por eso opté por una técnica no paramétrica; simple, sí, pero con resultados muy sugestivos y fuertes.

* Transcripción de la carta enviada por Alberto Carrasquilla a Mauricio Cárdenas, como reacción al comentario escrito de este último

Sobre mi **loss function** creo que sigue habiendo confusión sobre lo que yo hago, lo cual lamento. Mi interés es ver si la devaluación nominal sube o baja las pérdidas de la autoridad al cambiar, exógenamente, la diferencia entre la tasa de cambio real observada y la deseada. En el texto lo digo así:

> **"Una reducción exógena del tipo de cambio real observado o un incremento del tipo de cambio real deseado implica costos. La devaluación nominal puede lograr un realineamiento cambiario pero implica elevar la inflación. Para niveles bajos de inflación este costo puede ser bajo, para inflaciones altas resulta racional sacrificar el objetivo de tasa de cambio real." (pg.12).**

Es decir el choque tumba el bienestar. Ahora bien, ¿qué se puede hacer con la tasa de cambio nominal? El álgebra, que obviamente no incluí dado el foro, es sencilla. Mi preocupación es por la estática comparativa: tomo como dado un choque, y examino las condiciones para que la variable de control eleve el bienestar. Parto, por tanto, de la situación descrita en el texto del trabajo y tomo el cambio en las pérdidas derivadas del manejo cambiario:

$$\xi = e - e^*$$

π_1 = inflación inicial

$$\frac{\Delta L}{\Delta \epsilon} = a'(\pi_1)\frac{\Delta \pi}{\Delta \epsilon}\pi^2 + a(\pi_1)\,2\pi_1\frac{\Delta \pi}{\Delta \epsilon}$$

$$+ b'(\pi_1)\frac{\Delta \pi}{\Delta \epsilon}\xi^2 + b(\pi_1)\,2\xi\frac{\Delta \xi}{\Delta \epsilon}$$

Como se ve, hay 4 términos. Los dos primeros tienen signos positivos y los dos últimos tienen signo negativo. En consecuencia, la dirección del efecto de la devaluación sobre el bienestar es ambigüo y el nivel inicial de la inflación es crucial. Esto es lo que significa la frase que usted cita en su comentario.

De la última parte, en la medida en que se limita a comentar otros trabajos sin hacer mucha referencia explícita a mis resultados, no tengo comentarios: comparto su preocupación por el significado de la relación, y me refiero a dos posibles causas; rechazo una y acepto la otra. Me preocupa eso si, que el lector crea que hay una contradicción entre mi resultado de que hay una relación negativa entre la inflación y el crecimiento y mi modelo de partida en la parte

3, que incluye una versión de Phillips. El objetivo de escribir el modelo así es llegar a un estimativo del efecto, el cual es, como cabía esperar, muy precario. Precisamente, y como usted bien lo resume en la primera página, pese al título, admisiblemente cínico: "el efecto antiinflacionario de una recesión", el resultado, que es lo importante, es perfectamente consistente: el efecto no es muy grande y debemos pensar en maneras alternativas de concebir la política de estabilización.

*POLITICA CAMBIARIA Y ESTRATEGIA EXPORTADORA**

*Leonardo Villar Gómez***

INTRODUCCION

Después de la grave crisis que las mal llamadas exportaciones menores colombianas experimentaron en la primera mitad de la década de los ochenta, éstas manifestaron una notoria recuperación entre 1985 y 1989, período durante el cual su valor en dólares creció a un ritmo cercano al 18% anual en promedio.

Con el propósito explícito de evitar un agotamiento de este dinamismo y de garantizar una expansión sostenida y de largo plazo de las exportaciones, entre 1990 y 1991 se adelantó un acelerado proceso de "apertura económica", dirigido a integrar definitivamente la economía colombiana en la economía mundial. En virtud de ese proceso se abolió el régimen de licencia previa, se redujo el nivel promedio de arancel (incluída la sobretasa) de 43.7% a 11.7%, se lograron avances sin precedentes en términos de integración comercial con países vecinos, se flexibilizó de manera muy significativa el régimen cambiario y se hicieron otros cambios estructurales de gran trascendencia.

* Las opiniones expresadas en este documento no comprometen las de la institución en que trabaja. El autor agradece la colaboración de Luz Marina Monroy y Carlos Alberto Arango para la realización de este trabajo.

** Vicepresidente de Investigaciones Económicas y Planeación de BANCOLDEX.

Con todas estas reformas se buscó incrementar el grado de competencia para la producción nacional y reducir el "sesgo antiexporta dor" que generaba la excesiva protección de los mercados internos. Se partió, en este sentido, del principio según el cual el crecimiento sostenido del sector exportador requiere de un proceso de apertura a las importaciones.

Entre los analistas económicos existe desde hace varios años un consenso prácticamente total sobre la necesidad del crecimiento exportador como mecanismo para estimular el desarrollo económico de los países en desarrollo. No existe sin embargo, un consenso similar en la necesidad de la apertura a las importaciones como prerrequisito para ese crecimiento.[1]

La expansión de las exportaciones menores en 1990 y 1991 fue gigantesca, con tasas anuales de crecimiento de su valor en dólares de 24% y 39%, respectivamente, las cuales tendieron a confirmar la hipótesis sobre los beneficios del proceso de apertura. Lo sucedido en 1992, sin embargo, cuando el valor en dólares de las exportaciones menores ha presentado por primera vez en varios años una tasa de crecimiento negativa, plantea nuevamente el interrogante sobre los efectos de la apertura y sobre cuáles son las condiciones necesarias para que el país observe hacia el futuro el deseado crecimiento exportador.

El propósito central del presente trabajo es acercarse a una explicación del comportamiento reciente de las exportaciones no tradicionales, ubicando ese comportamiento en una perspectiva de largo plazo y relacionándolo con la situación macroeconómica del país y con el proceso de apertura iniciado en 1990.

En el desarrollo del trabajo se destaca la importancia que tiene la tasa de cambio real en la explicación del desempeño exportador. Ello, sin embargo, no reduce la relevancia que tienen el proceso de apertura comercial y el contexto fiscal y monetario en que se desenvuelve la economía, como elementos cruciales para explicar el comportamiento reciente de las exportaciones. Por el contrario, tanto el proceso de ajuste macroeconómico como la apertura co-

1. Sobre el estado de las discusiones previas al proceso de apertura, véase el influyente trabajo de Balassa, Bueno, Kuczynsky y Simonsen (1986), así como el debate sobre ese trabajo promovido por la Facultad de Economía de la Universidad de los Andes y FEDESARROLLO y publicado en Ocampo y Sarmiento (1987). Así mismo, Ocampo (1988) y los trabajos editados en Lora (1991).

mercial resultan indispensables, precisamente, para mantener la tasa de cambio real en niveles suficientemente altos.

Dentro de la interpretación que se propone en este trabajo, la reducción en la tasa de cambio real observada entre 1991 y 1992 fue causada por la tardanza de las importaciones en responder ante la apertura comercial, por una situación de déficit fiscal incompatible en términos macroeconómicos con el superávit externo y por un gran influjo de capitales, inducido en parte por condiciones ajenas a las autoridades económicas colombianas, pero facilitado también por algunas de las medidas tomadas en el marco de la reforma cambiaria.

En este contexto, la muy rápida recuperación de las importaciones que se ha observado en los últimos meses constituye una excelente noticia para las perspectivas de la tasa de cambio real y de las exportaciones menores en los próximos años. Esas perspectivas, sin embargo, dependerán críticamente de condiciones macroeconómicas que permitan mantener altos niveles de ahorro público y privado, así como de las acciones que adopten las autoridades para evitar que las reservas internacionales sigan aumentando como consecuencia del ingreso de capitales privados o del endeudamiento externo del sector público.

En cualquier caso, un propósito del presente trabajo es mostrar que la tasa negativa de crecimiento que se ha venido observando en 1992 en el valor en dólares de las exportaciones menores no debe conducir a conclusiones alarmistas sobre el futuro de las ventas externas del país.

El trabajo se divide en tres partes principales aparte de esta introducción. La primera sintetiza lo que se ha encontrado en diversos estudios econométricos sobre los determinantes del comportamiento de las exportaciones "menores" en Colombia y presenta algunas estimaciones propias al respecto.

En la segunda parte se utilizan los resultados de las estimaciones para intentar una explicación del comportamiento reciente de las exportaciones menores. Además, se hace un análisis más desagregado y casuístico del comportamiento de esas exportaciones en 1991 y 1992, tratando de ubicar algunas de sus características específicas por tipos de producto y mercados de destino. Ese análisis

sugiere que la caída en el valor en dólares de las exportaciones menores en 1992 surge de distorsiones estadísticas, relacionadas con unos niveles de sobrefacturación inferiores a los tradicionales. Bajo esta hipótesis, las exportaciones menores seguirían mostrando en este año un dinamismo significativo, si bien inferior al de 1991.

En la tercera parte, el trabajo se concentra en el papel que tienen la situación fiscal y monetaria, así como el grado de apertura comercial y cambiaria de la economía, en la determinación del comportamiento de las exportaciones menores, a través de sus efectos sobre la tasa de cambio real.

1. DETERMINANTES DE LA EVOLUCION DE LAS EXPORTACIONES "MENORES"

A. Revisión Bibliográfica de los Trabajos Econométricos.

Desde los trabajos seminales de comienzos de la década de los setentas, son muchos los ejercicios econométricos que se han realizado en Colombia con el propósito de identificar los principales determinantes del comportamiento de las exportaciones "menores"[2].

A pesar de los innumerables problemas técnicos y de información que han tenido que enfrentar todos esos trabajos, existe entre ellos un consenso generalizado: las exportaciones "menores" responden en forma positiva y estadísticamente significativa a las variaciones en los **precios relativos.** En varios de los trabajos, la variable utilizada para captar este efecto es la tasa de cambio real del peso, sea ésta medida en forma exclusiva con respecto al dólar o con respecto a una canasta de monedas. Otros trabajos incorporan en el indicador de precios, conjuntamente con la tasa de cambio real, las variaciones en los precios externos de las exportaciones. Casi todos, además, incluyen en ese indicador la magnitud de los estímu-

2. Entre los trabajos enfocados específicamente a este tema se destacan en la década de los setentas los de Sheahan y Clark (1972), Teijeiro y Elson (1973), Díaz-Alejandro (1976), Cardona (1977) y Carrizosa (1979); en los ochentas los de Echavarría (1980), Villar (1984), Lora (1985), Edwards (1986) y Botero y Meisel (1988) y en los últimos años los de Crane (1991), Ocampo (1992), Alonso (1992) y Aldana (1992).

estímulos directos que reciben las exportaciones a través de CERT (antes CAT), Plan Vallejo y tasas de interés de los créditos de PROEXPO.

Las diferencias en los períodos analizados y en las metodologías utilizadas para las distintas estimaciones econométricas hacen difícil la comparación de los parámetros obtenidos en cada una de ellas. Sin embargo, en la mayor parte de los trabajos la elasticidad precio estimada se encuentra entre 0.5 y 1.5. Esto significa que un aumento de 10% en el precio relativo de las exportaciones, con respecto a los precios de la producción que se vende en el mercado interno, genera un aumento de las cantidades exportadas del orden del 5% al 15%.

También con referencia al efecto de los precios relativos sobre las exportaciones menores, algunos trabajos econométricos concluyen que en la determinación de las cantidades que se exportan no influye sólamente el nivel de esos precios sino su estabilidad. Más específicamente, los resultados estadísticos de Díaz-Alejandro (1976), Echavarría (1980) y Alonso (1992) muestran que la **inestabilidad de la tasa de cambio,** dado su nivel promedio, tiene un efecto negativo sobre las exportaciones reales.

Implícitamente, para la mayor parte de los autores, la magnitud del efecto de un aumento en los precios relativos de las exportaciones es independiente de que ese aumento surja de una devaluación real, de un incremento en los precios externos de los bienes exportados o del otorgamiento de un estímulo directo por parte de las autoridades, que incremente el ingreso (y el precio efectivo) para el exportador. Sólo las estimaciones presentadas por Lora (1985) y por Alonso (1992) intentan distinguir entre esos elementos y sugieren que el efecto de los estímulos directos es proporcionalmente inferior al de la tasa de cambio real o al del precio externo de los bienes exportados. En estos términos, una revaluación real o un deterioro en los precios en dólares de las exportaciones no podrían ser contrarrestados de manera eficiente, en términos de sus efectos sobre las exportaciones, mediante el otorgamiento de estímulos compensatorios (a través por ejemplo de CERT o de tasas subsidiadas de interés en los créditos a los exportadores). De acuerdo con el trabajo mencionado de Eduardo Lora, la razón para el menor efecto de los subsidios, por comparación con los efectos de la tasa de cambio o los precios externos de las exportaciones, puede surgir

de la incertidumbre que genera la variabilidad de tales subsidios, la cual probablemente hace "que el exportador incluya como elemento cierto de subsidio únicamente una fracción del mismo, y que considere el resto, en caso de recibirlo, como un ingreso extraordinario" (Lora, 1985, p. 64).

En su mayor parte, los indicadores de precios relativos utilizados en los ejercicios econométricos buscan reflejar la rentabilidad **relativa** de exportar frente a la de vender internamente. Por esta razón, muchos de esos ejercicios omiten cualquier referencia a la rentabilidad **absoluta** de la actividad exportadora y, por tanto, a los efectos que pueden tener los **costos domésticos,** a través por ejemplo del comportamiento de los salarios reales. Una excepción a esto es el trabajo de Botero y Meisel (1988), el cual incluye el comportamiento de los salarios reales de la industria como una variable adicional, con efectos negativos importantes, en términos estadísticos, sobre las exportaciones.

En general, los modelos sobre determinantes de las exportaciones menores colombianas que se han estimado econométricamente parten del principio según el cual esas exportaciones son pequeñas en relación con el tamaño de los mercados mundiales y, por tanto, no pueden afectar de manera significativa los precios internacionales. En otras palabras, la mayor parte son modelos de oferta, en los que se supone que los precios internacionales son dados exógenamente para los exportadores colombianos. Las cantidades que se exportan dependen de una decisión de los exportadores y la demanda siempre es suficientemente grande a los precios internacionales vigentes[3].

Las consideraciones anteriores conducen a algunos autores a la conclusión de que el **dinamismo de los mercados internacionales** no influye en el comportamiento de las exportaciones menores colombianas, excepto por el grado en que afecte los precios externos de los productos colombianos de exportación (véanse Botero y

3. Entre las únicas excepciones a lo planteado en el texto se encuentran las estimaciónes de ecuaciones de demanda por exportaciones incorporadas en el modelo de oferta y demanda de Carrizosa (1980) y en los modelos estructurales para la economía colombiana de Reyes, Kugler, Sarmiento y Rubio (1978) y Reyes (1985). En Villar (1984) se intenta también la estimación de un modelo simultáneo de oferta y demanda por exportaciones menores pero con resultados que conducen a desecharlo y a escoger un modelo de oferta con "costos de creación de mercados".

Meisel, 1988, y Aldana, 1992). Sin embargo, para la mayor parte de los trabajos que han analizado el tema, existe un fuerte efecto directo del dinamismo de los mercados internacionales sobre las exportaciones menores, adicional al que se manifiesta a través de los precios externos de los bienes que se exportan. Desde el punto de vista teórico, la existencia de ese efecto surge quizás de imperfecciones de los mercados externos, debido a las cuales existen costos de penetrar en ellos. Ante un mayor dinamismo de la demanda mundial, dichos costos se hacen menores y los exportadores reciben un estímulo a incrementar sus ventas, adicional al que surje del comportamiento de los precios relativos[4].

El dinamismo de la demanda externa ha sido incorporado en las estimaciones econométricas sobre determinantes del comportamiento de las exportaciones menores colombianas mediante el uso de distintas variables. Algunos trabajos realizados en la década de los setenta y hacia comienzos de los ochenta incorporaron, con resultados positivos, variables indicativas de los avances en procesos de integración a través de la ALALC y del Grupo Andino[5]. Otros trabajos, y en particular varios de los más recientes, han utilizado indicadores del comportamiento del comercio mundial o del ingreso en los países compradores[6]. En todos ellos el resultado es claro: las variaciones en el ingreso o en las importaciones globales de los países a los cuales exporta Colombia, generan variaciones más que proporcionales en las cantidades exportadas por este país. En términos técnicos, la elasticidad de corto plazo de las exportaciones menores colombianas a la demanda mundial es ampliamente superior a la unidad.

4. Este argumento es desarrollado en Villar (1984).

5. En las ecuaciones explicativas del comportamiento de las exportaciones menores colombianas, Teijeiro y Elson (1973), Díaz-Alejandro (1976) y Echavarría (1980), incorporan una variable indicativa de la participación de la ALALC en esas exportaciones. Cardona (1977), por su parte, incorpora la participación de las exportaciones al Grupo Andino.

6. Reyes (1985) y Edwards (1986) incluyen el ingreso real de los Estados Unidos; Carrizosa (1980) el ingreso en los países de la OECD; Echavarría (1980) y Villar (1984) incluyen variables indicativas de las importaciones mundiales; Ocampo (1992) también utiliza un índice de las importaciones mundiales pero otorga a las importaciones de América Latina una ponderación consistente con la importancia de la región en las exportaciones colombianas. Por su parte, Lora (1985) utiliza índices de volumen del comercio mundial, discriminando entre el comercio de productos "tradicionales" y productos "nuevos" de exportación.

Aparte de los efectos ya comentados de los precios relativos, los costos y la demanda mundial, algunos ejercicios econométricos han tratado de evaluar los efectos que tienen la capacidad productiva y la demanda agregada interna sobre el comportamiento de las exportaciones menores. Teóricamente, las fluctuaciones de la **demanda agregada interna,** en términos relativos a la capacidad productiva, deben desplazar producción exportable hacia los mercados domésticos y afectar negativamente las exportaciones. Curiosamente, este efecto ha sido poco verificado en los estudios econométricos. Sólo en los trabajos recientes de Crane (1991) y Aldana (1992) se encuentra incorporado de manera explícita pero con resultados poco concluyentes desde el punto de vista estadístico. Algo similar ocurre con los efectos de la **capacidad productiva** sobre las exportaciones. Es claro que a mayor capacidad de producción, mayores deben ser las posibilidades de exportación del país. Este efecto, sin embargo, es difícil de capturar estadísticamente debido a la inexistencia de buenos indicadores sobre la evolución en el tiempo de la capacidad productiva[7].

Para terminar esta reseña de estudios econométricos cabe mencionar una característica de las exportaciones menores colombianas que explícita o implícitamente es reconocida en la mayor parte de los análisis estadísticos realizados: la de ser, como muchas otras variables macroeconómicas, fuertemente **inerciales** en su comportamiento. El trabajo de Ocampo (1991) es quizás el que plantea este punto de manera más explícita, al incorporar entre los determinantes de las exportaciones menores una variable indicativa de la experiencia exportadora[8]. Otros trabajos incluyen entre

7. En las funciones de exportación estimadas por Díaz-Alejandro (1976) y por Carrizosa (1980) se incluyen la producción nacional rezagada y la producción de bienes comerciables, respectivamente, como variables explicativas. Por su parte, Botero y Meisel (1988) y Aldana (1992) incluyen variables indicativas de las tendencias de largo plazo del PIB, suponiendo que ellas reflejan el comportamiento de la capacidad productiva. No es claro, sin embargo, que los efectos positivos de estas variables sobre las exportaciones, reflejen algo distinto de la simple tendencia positiva que tienen tanto las unas como las otras.

8. El indicador de experiencia utilizado por Ocampo se construye, para cada año, como la suma acumulativa de las exportaciones en el pasado, suponiendo un factor de depreciación de esa experiencia de 10% anual.

los determinantes de las exportaciones de cada año el nivel de exportaciones del año anterior y algunos limitan los ejercicios estadísticos a explicar las variaciones anuales de esas exportaciones, y no sus niveles absolutos, bajo el supuesto implícito de que estos últimos están íntimamente correlacionados a lo largo del tiempo.

Desde el punto de vista de la política económica, la existencia de una inercia como la planteada en el comportamiento de las exportaciones menores resulta de particular importancia. Debido a esa inercia, políticas económicas de carácter coyuntural que induzcan una caída o una pérdida de dinamismo en el nivel de las exportaciones menores, resultan muy difíciles de revertir y terminan teniendo por ello efectos de mediano y largo plazo.

Desde una perspectiva muy diferente, la inercia de las exportaciones menores tiene implicaciones fundamentales para el análisis estadístico, las cuales no han sido incorporadas de manera suficientemente satisfactoria en ninguno de los análisis econométricos que se han venido reseñando. En efecto, la inercia que tienen las exportaciones menores significa que ellas tienen, desde el punto de vista estadístico, un comportamiento "no estacionario"; esto es, un comportamiento en el que ni la media ni la desviación estándar de la variable son estables en el tiempo. Las implicaciones de este tipo de comportamiento han sido intensamente analizadas en la literatura econométrica reciente, la cual ha enfatizado que los "tests" estadísticos tradicionales carecen de validez cuando se aplican a variables "no estacionarias" y que los resultados de regresiones aplicadas a ese tipo de variables pueden ser fácilmente espúreos (Granger y Newbold, 1974).

La consideración precedente plantea serias dudas sobre la validez de los resultados de muchos de los ejercicios de estimación econométrica sobre determinantes de las exportaciones menores realizados en Colombia, en los cuales se utilizaron los procedimientos tradicionales de regresión para intentar explicar el comportamiento del nivel absoluto de dichas exportaciones. Fue con el propósito de evitar este problema que, como se mencionó anterior-

mente, algunos trabajos se concentraron en ejercicios donde la variable por explicar fue el cambio anual en el nivel de las exportaciones y no el nivel de exportaciones propiamente dicho[9]. Sin embargo, este procedimiento tampoco está exento de problemas en la medida en que hace que se pierda, para efectos de las estimaciones, la información sobre las relaciones de largo plazo entre las variables, información que lógicamente constituye uno de los propósitos centrales de los análisis.

Afortunadamente, la encrucijada en que se encuentra el análisis econométrico de series de tiempo "no estacionarias" ha empezado a ser resuelto con la llamada metodología de "cointegración", en la que se han presentado rápidos avances técnicos durante los últimos años, si bien sigue siendo una metodología en proceso de desarrollo, con todo lo que ello implica en términos de deficiencias y problemas por resolver[10].

En la subsección siguiente se utiliza la metodología de cointegración para evaluar los determinantes de largo plazo de las exportaciones menores colombianas y se une con un "modelo de corrección de errores" para ubicar los elementos dinámicos que, dentro de las tendencias de largo plazo, pueden afectar dicho comportamiento en el más corto plazo. Utilizando estos procedimientos estadísticos se espera verificar, con cifras más actualizadas, algo de lo que ya se ha dicho en trabajos anteriores sobre determinantes del comportamiento de las exportaciones menores. Se busca, además, identificar algunos determinantes de esas exportaciones que han sido poco investigados empíricamente en el pasado, como es el caso del grado de apertura comercial del país. Por otro lado, con el "modelo de corrección de errores" se desea generar un instrumento para evaluar la magnitud de los efectos dinámicos de las distintas variables explicativas del desempeño exportador y para distinguir entre los efectos de corto y largo plazo que tiene cada variable.

9. Se hace referencia en particular a los trabajos de Díaz-Alejandro (1976), Carrizosa (1980), Villar (1984) y Aldana (1992).

10. Una presentación completa y sencilla de la metodología de cointegración y de algunas aplicaciones para Colombia se encuentra en el trabajo de Chica y Ramírez (1990).

B. Un Modelo Sencillo de "Corrección de Errores" Aplicado a las Exportaciones Menores Colombianas

Partiendo de la reseña presentada de los estudios existentes sobre determinantes de las exportaciones menores, es posible postular una función de comportamiento de la siguiente forma:

$$X_t = f(PRX_t, WR_t, Y^*_t, PROT_t, YP_t)$$

donde :

X_t = valor de las exportaciones en dólares constantes de 1975, en el año t.

PRX_t = índice del precio relativo efectivo de las exportaciones en el año t. Este precio se define como el ingreso real total del exportador por unidad de producto exportado y por lo tanto incluye los subsidios. También puede expresarse como $PRX_t = (PRX^*_t) \times (TCR_t) \times (1+S_t)$, donde PRX^*_t es el precio relativo de las exportaciones en dólares frente a un índice de precios al productor en el exterior, TCR_t es la tasa de cambio real y S_t es el coeficiente de estímulos directos a las exportaciones en el año t[11].

WR_t = índice de salario real por trabajador en la industria manufacturera en el año t, deflactado por el índice de precios al productor (P_t), para reflejar costos reales.

Y^*_t = índice del PIB real en los países a los cuales exporta Colombia, en el año t[12]

YP_t = PIB potencial de Colombia en dólares constantes de 1975, en el año t. El PIB potencial se estimó con base en una regresión logarítmica del PIB real de cada año

11. Entre los estímulos directos se incluyen el CERT (antes CAT), el Plan Vallejo y el crédito de PROEXPO a tasas inferiores a las de mercado. Por definición, PRXt = (PX*t x TCNt x (1 + St)/Pt, donde PX*t es el precio externo en dólares de las exportaciones, TCN es la tasa de cambio nominal y Pt es el índice general de precios al productor en Colombia. Si P*t es el índice general de precios al por mayor en el exterior, la fórmula del texto se obtiene sabiendo que PRX*t = PX*t/P*t, y que TCRt = TCNt x (P*t/Pt).

12. Este índice se calculó promediando índices de los PIB de Estados Unidos, otros países desarrollados, Venezuela y otros países de América Latina, ponderados en cada año por la participación del país o región correspondiente en las exportaciones menores colombianas del año anterior.

contra la tendencia y el PIB real del año anterior, para el período 1965-1991.

$PROT_t$ = indicador de restricción arancelaria y para-arancelaria a las importaciones en el año t. Este indicador se calculó con base en el porcentaje promedio de arancel a las importaciones (ARA_t) y en un equivalente arancelario de las restricciones cuantitativas (QM_t), como $PROT_t = (1 + ARA_t) \times (1 + QM_t)$[13].

La función planteada fue estimada con cifras anuales para el período 1967-1991 por el método de mínimos cuadrados ordinarios y tomando logaritmos de todas las variables. Para la estimación se adoptó como restricción el supuesto según el cual el efecto del PIB potencial (YP_t) sobre las exportaciones menores reales (X_t) tiene elasticidad unitaria en el largo plazo[14]. La ecuación resultante de la estimación fue:

Ecuación 1:

$$\ln(X_t) - \ln(YP_t) = \underset{}{-2.7} + \underset{(-25.8)\ (4.7)}{.93 \ln(PRX_t)} - \underset{(-1.0)}{.23 \ln(WR_t)} + \underset{(1.8)}{.34 \ln(Y^*_t)} \underset{(-3.9)}{-.86 \ln(PROT_t)} + ERROR_t$$

donde las cifras entre paréntesis corresponden a los estadísticos "t" de cada coeficiente y se tienen los siguientes estadísticos adicionales de la regresión:

$R^2 = .8005$

Número de observaciones = 25

Error estándar de la regresión = .1138

Log de la función de verosimilitud = 21.64

Estadístico F = 20.06

Significancia del estadístico F = .000001

Estadístico Durbin Watson = 1.8055

13. QMt se estimó siguiendo la metodología de Ocampo (1991) con base en una regresión logarítmica para el período 1965-1989 de las importaciones reales contra su precio relativo (incluidos aranceles), el PIB real, el porcentaje de posiciones arancelarias bajo régimen de licencia previa o prohibida importación y el porcentaje de solicitudes de importación negada.

14. El procedimiento para imponer esta restricción fue utilizar como variable dependiente de la regresión la diferencia $\ln(X_t) - \ln(YP_t)$.

Debe recordarse que, en la medida en que la variable dependiente de esta regresión tiene un comportamiento no estacionario, los indicadores estadísticos de la regresión, y en particular los estadísticos "t", resultan poco confiables[15]. No obstante, un análisis del término de error ($ERROR_t$) permite apreciar un comportamiento estacionario que, con base en el test de Engle y Yoo (1987) permite concluir que las variables incluidas en la regresión se encuentran cointegradas. Esto es, que tienen comportamientos que en el largo plazo convergen a lo indicado por el vector de coeficientes que las relacionan en la estimación por mínimos cuadrados ordinarios[16].

La dinámica del modelo, por su parte, es dada por la siguiente ecuación, estimada también por mínimos cuadrados ordinarios y donde la letra d antecediendo una variable denota variaciones anuales:

Ecuación 2:

$$d\ln(X_t) = -.09 + .51\ d\ln(PRX_t) + 3.35\ d\ln(Y^*_t) - .76\ d\ln(PROT_t)$$
$$(-3.1)\ (2.3)\qquad (4.2)\qquad (-4.2)$$
$$+ .58\ d\ln(X_{t-1}) - 1.58\ ERROR1_{t-1} + E_t$$
$$(3.7)\qquad (-7.1)$$

donde nuevamente las cifras entre paréntesis corresponden a los estadísticos "t" de cada coeficiente (todos significativos con altos grados de confiabilidad estadística) y se tienen los siguientes estadísticos adicionales:

Número de observaciones = 24

$R^2 = .8167$

Error estándar de la regresión = .0681

15. La no estacionariedad de las series correspondientes a todas las variables incluídas en la ecuación 1 es verificada estadísticamente mediante el test de Dickey-Fuller, para el período 1967-1991, en el Apéndice 1 de este trabajo.

16. La estacionariedad del término de error se refleja en un valor del estadístico Durbin Watson muy cercano a 2. El test más estricto de cointegración se basa en el estadístico "t" del coeficiente corrpondiente a $ERROR_{t-1}$ de la regresión del cambio en ERRORt contra una constante y $ERROR_{t-1}$. Ese estadístico se estimó en 4.7. De acuerdo con Engle y Yoo (1987), el valor crítico para ese estadístico en un vector de cointegración con cinco variables y una muestra con menos de 50 observaciones (mínima muestra contemplada en el trabajo citado) es de 4.76, para un nivel de significancia del 10%. Así, puede rechazarse la hipótesis nula de no cointegración con un porcentaje razonable de confiabilidad estadística.

Log de la función de verosimilitud = 33.85

Estadístico F = 16.04

Significancia del estadístico F = .000004

Estadístico Durbin Watson = 1.7693

El término E_t es el término de error de esta ecuación 2. La variable $ERROR_{t-1}$ corresponde al valor rezagado del término de error de la ecuación 1. El signo negativo del coeficiente de esta última indica la tendencia de las exportaciones menores a converger hacia el nivel indicado por la ecuación de cointegración cuando quiera que se separa de él.

La ecuación 2 incorpora los principales efectos que actúan sobre las exportaciones menores en el corto plazo y que pueden hacer que ellas tengan una dinámica distinta de la que indica el vector de cointegración (ecuación 1) para el largo plazo. Nótese, en particular que, por no haber resultado estadísticamente significativos, los efectos de cambios de los salarios reales (WR_t) y del PIB potencial (YP_t) se encuentran excluídos de la ecuación 2. Esto sugiere que, si bien esas dos variables tienen importancia para explicar el comportamiento de las exportaciones menores en el largo plazo, no la tienen para explicar sus variaciones anuales o de corto plazo.

Por su parte, el hecho de que el coeficiente correspondiente a los precios relativos (PRX_t) resulte inferior en la ecuación 2 que en el vector de cointegración, sugiere que un incremento en esos precios (digamos de 10%) genera inicialmente un aumento en las exportaciones reales (del orden de 5.1%), menor del que tiene en el largo plazo (alrededor de 9.3%). Estos efectos, de acuerdo con el modelo, serían iguales independientemente de que la fuente de cambio en los precios relativos fueran los precios externos, la tasa de cambio real o los estímulos directos[17].

Una situación contraria a la de los precios relativos se observa con los efectos del ingreso en los países compradores (Y^*_t). En este caso, el modelo sugiere que un mayor dinamismo de ese ingreso

17. Por contraste con los resultados de Lora (1985) y Alonso (1992), los intentos que se hicieron en este trabajo por excluir o separar el efecto de los subsidios de los otros componentes de la variable PRXt condujeron a reducciones en la capacidad explicativa del modelo.

genera efectos sobre las exportaciones menores que son proporcionalmente más grandes en el corto que en el largo plazo. Esto resulta consistente con la hipótesis planteada en la sección anterior, de acuerdo con la cual el efecto directo del dinamismo de la demanda mundial sobre las exportaciones menores se relaciona con la posibilidad de penetrar mercados nuevos. Cuando se presentan situaciones de particular dinamismo en esos mercados, el costo de penetrar en ellos se hace menor. Por contraste, cuando el crecimiento de la demanda externa es estable, los proveedores habituales pueden abastecerla y las oportunidades para nuevos participantes son menores (o, lo que es lo mismo, los costos de penetrar mercados son mayores).

Posiblemente el elemento más novedoso de las estimaciones resumidas en las ecuaciones 1 y 2 es el efecto, altamente significativo desde el punto de vista estadístico, de la variable indicativa de la protección ($PROT_t$). Un incremento en los niveles de control arancelario o para-arancelario de las importaciones conduce, de acuerdo con las estimaciones, a una reducción de las exportaciones menores. En este sentido, se confirma estadísticamente la hipótesis del sesgo antiexportador que genera una economía sobreprotegida.

Las magnitudes de los coeficientes en la ecuación 1 indican que, a largo plazo, el efecto de un cambio en el nivel de protección a las importaciones ($PROT_t$) no difiere significativamente del de un cambio en los precios relativos de las exportaciones menores (PRX_t). Esto sugiere que un incremento porcentual en dichos precios relativos tiene efectos similares a los de una reducción, por el mismo porcentaje, en el sobre-precio que tienen los bienes importables como consecuencia de la protección.

El resultado anterior es particularmente interesante por cuanto tiende a justificar, para un modelo económico proteccionista, la necesidad de subsidios a las exportaciones menores. En efecto, un incremento en los controles arancelarios o para-arancelarios a las importaciones genera un sesgo anti-exportador que puede ser compensado mediante subsidios que aumenten en la misma proporción el precio relativo de las exportaciones.

Desde una perspectiva distinta, un proceso de apertura comercial a las importaciones como el que se ha presentado en Colombia durante los últimos años, tiene por sí sólo un impacto positivo sobre las exportaciones que permite justificar una reducción de los subsidios que ellas reciben. Esa reducción, por demás, resulta prácticamente inevitable desde un punto de vista fiscal cuando los ingresos del gobierno se reducen como consecuencia de la reducción arancelaria.

C. Conclusiones Preliminarse: Instrumentos de Política para el Estímulo de las Exportaciones en una Economía Abierta

En una economía abierta, los instrumentos con que cuentan las autoridades para estimular las exportaciones menores se vuelven mucho más restringidos. Esto puede apreciarse fácilmente al revisar las variables que, de acuerdo con los ejercicios econométricos presentados, influyen significativamente sobre las exportaciones menores, esto es, los precios relativos de esas exportaciones, los salarios reales, la protección, la demanda externa y el PIB potencial.

El PIB potencial y el ingreso de los países compradores son variables ajenas a las autoridades económicas domésticas. La protección en una economía abierta se encuentra ya en sus niveles mínimos. Por su parte, los subsidios, como mecanismo de incrementar los precios relativos de las exportaciones, deben ser descartados por razones fiscales y de consistencia conceptual con la filosofía de la apertura. Finalmente, las políticas dirigidas a reducir los salarios reales de los trabajadores deben ser también descartadas por sus efectos sociales claramente indeseables a pesar de su efecto positivo sobre las exportaciones, que por demás resulta cuantitativamente pequeño.

En estas condiciones, lo único que resta a las autoridades para estimular el crecimiento de las exportaciones menores es utilizar dos tipos de instrumentos de política. Por un lado, las herramientas de negociación comercial internacional, con las cuales se pueden incrementar la demanda y los precios externos de las exportaciones, mediante reducción de barreras arancelarias y para-arancelarias

en los países compradores. Por otro lado, la tasa de cambio real, que manejada apropiadamente puede contribuir a mantener en niveles elevados los precios de esas exportaciones, en términos relativos a otros precios y costos domésticos.

Por supuesto, existen condiciones fundamentales para el desarrollo exportador en una economía abierta, sobre las cuales pueden actuar las autoridades, y a las que no se refieren los análisis econométricos, debido fundamentalmente a que son difícilmente mensurables para propósitos estadísticos. Este es el caso de la infraestructura vial y portuaria, de la red de comunicaciones internacionales o de la existencia de sistemas de información comercial. Asímismo, es el caso de todas aquellas "fallas de mercado" que se constituyen en obstáculos al desarrollo exportador, tales como las que existen en el sistema financiero colombiano. Estas fallas de mercado son precisamente las que justifican la existencia de entidades como BANCOLDEX, no para otorgar subsidios o incrementar artificialmente los ingresos de los exportadores, sino para garantizar la disponibilidad de crédito para ese sector y para contribuir al desarrollo de productos financieros, tales como garantías y seguros de crédito, necesarios para las exportaciones y en los que al menos temporalmente se requiere el apoyo de entidades de carácter estatal.

La infraestructura vial y portuaria, la red de comunicaciones internacionales, los sistemas de información comercial, la disponibilidad de crédito y el desarrollo de instrumentos financieros apropiados para el comercio internacional, son todos elementos en que la actuación de las autoridades puede remover obstáculos a las exportaciones, pero no son estrictamente determinantes del crecimiento exportador en un sentido positivo. Ese crecimiento sólo puede surgir de elementos que estimulen la oferta, entendida como las cantidades que los exportadores desean vender en el exterior. La remoción de obstáculos resulta a todas luces indispensable, pero sólo tiene efectos en la medida en que el deseo de exportar se encuentre presente.

Nuevamente, por lo tanto, debe concluirse que los instrumentos de política fundamentales para mantener el dinamismo exportador en una economía abierta son las negociaciones internacionales,

entre las que se destacan las relacionadas con procesos de integración, y el manejo de la tasa de cambio real.

Como se mencionó en la introducción, el manejo de la tasa de cambio real no es una facultad totalmente discrecional de las autoridades económicas. Por el contrario, es un manejo fuertemente condicionado por la situación fiscal y por las condiciones de la balanza de pagos del país y en el que confluyen, por esa razón, múltiples factores de orden macroeconómico. Este tema será objeto de la parte III de este trabajo. Antes de entrar en él, conviene revisar las cifras sobre el desempeño reciente de las exportaciones menores colombianas, buscando interpretarlas en el contexto de los determinantes del crecimiento exportador que ya han sido identificados.

2. CARACTERISTICAS DEL COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LAS EXPORTACIONES MENORES

A. Grandes Fases en el Desarrollo Exportador, 1967 - 1991

La evolución de las exportaciones menores colombianas desde 1967 puede subdividirse en cinco grandes etapas, fácilmente identificables con ayuda de las cifras presentadas en los Cuadros 1 y 2.

La primera etapa es la que corresponde al **período 1967-1974,** en la que el valor en dólares de las exportaciones menores manifestó un crecimiento sostenido, del 29% anual en promedio. En una parte importante, ese crecimiento fue explicado por el comportamiento favorable de los precios externos de las exportaciones. Más importante aún, sin embargo, fue el proceso de crecimiento de las exportaciones medidas en términos reales, el cual alcanzó un promedio cercano al 16% anual (Cuadro 1). Durante este período confluyeron en favor de las exportaciones todas las variables identificadas en el modelo econométrico planteado en la parte anterior de este trabajo. En particular, como se aprecia en el Cuadro 2, se observó un fuerte incremento en el precio relativo de las exportaciones, el cual llegó en 1974 al nivel más alto de toda la historia económica de Colombia,

CUADRO 1
EVOLUCION DE LAS EXPORTACIONES MENORES a/
1967-1991

	Valor en dolares corrientes		Valor en dolares de 1975		Indice de precios	
	US$ millones	Var. %	US$ millones	Var. %	Indice 1975 = 100	Var. %
1967	113		232		48,5	
1968	156	38,3	348	49,6	44,9	-7,6
1969	181	16,2	361	3,7	50,3	12,1
1970	188	3,5	351	-2,8	53,6	6,6
1971	224	19,4	387	10,2	58,0	8,3
1972	370	64,7	548	41,9	67,4	16,1
1973	517	39,9	651	18,7	79,5	17,9
1974	679	31,3	647	-0,6	105,0	32,1
1975	689	1,5	689	6,5	100,0	-4,7
1976	707	2,6	680	-1,3	104,0	4,0
1977	827	16,9	716	5,2	115,5	11,1
1978	876	5,9	737	3,0	118,8	2,8
1979	1101	25,7	780	5,8	141,2	18,9
1980	1444	31,2	881	13,0	163,9	16,1
1981	1456	0,8	849	-3,6	171,4	4,5
1982	1275	-12,4	779	-8,3	163,6	-4,5
1983	1030	-19,2	657	-15,7	156,7	-4,2
1984	1059	2,9	680	3,4	155,8	-0,6
1985	1120	5,8	817	20,3	137,0	-12,1
1986	1360	21,4	953	16,6	142,7	4,1
1987	1556	14,4	989	3,8	157,3	10,2
1988	1872	20,3	1118	13,0	167,5	6,5
1989	2148	14,7	1224	9,6	175,4	4,7
1990	2664	24,0	1535	25,3	173,6	-1,0
1991 p	3708	39,2	2255	46,9	164,4	-5,3
	TASAS ANUALES DE CRECIMIENTO Promedio por períodos					
1967-74		29,2		15,7		11,6
1974-80		13,4		5,3		7,7
1980-84		-7,5		-6,3		-1,3
1984-89		15,2		12,5		2,4
1989-91		31,4		35,7		-3,2

a/ Exportaciones Menores: No incluyen cafe, petroleo, ferroniquel, oro y fletes
FUENTE: DANE y calculos BANCOLDEX -VIP-. Ver anexo estadistico.

CUADRO 2
EVOLUCION DE LAS PRINCIPALES VARIABLES DETERMINANTES DE LAS EXPORTACIONES MENORES, POR PERIODOS
(Indices base 1975 = 100 y porcentajes)

VARIABLE	Período 1967 - 1974			Período 1974-1980		Período 1980-1984		Período 1984-1989		Período 1989-1991				
	Nivel 1967	Nivel 1974	Var % promed anual	Nivel 1980	Var % promed anual	Nivel 1984	Var % promed anual	Nivel 1989	Var % promed anual	Nivel 1990	Var % 1990/89	Nivel 1991	Var % 1991/90	Var % promed anual
PRECIO RELATIVO DE LAS EXPORTACIONES (PRX)	100,3	137,0	4,6	99,2	-5,2	98,8	-0,1	121,9	4,3	122,8	0,7	112,5	-8,4	- 4,9
Tasa de Cambio Real (TCR)	76,1	95,7	3,3	83,5	-2,2	79,9	-1,1	113,5	7,3	127,4	12,2	123,7	-2,9	4,4
% de estímulo directo (S)	23,1	23,5	0,2	15,1	-7,1	27,0	15,6	14,8	-11,3	12,7	-14,2	10,6	-16,5	-15,4
Precio rel. en US $ (PitX*)	107,0	115,9	1,1	103,3	-1,9	97,4	-1,5	93,5	-0,8	85,5	-8,6	82,4	-3,6	-6,1
INDICE DE SALARIO REAL (WR)	116,4	101,8	-1,9	124,2	3,4	152,3	5,2	146,2	- 0,8	149,7	2,4	150,3	0,4	1,4
PIB PAISES COMPRADORES (Y*)	70,9	98,8	4,8	119,1	3,2	123,4	0,9	142,9	3,0	145,1	1,5	147,3	1,6	1,5
Estados Unidos	84,3	101,3	2,7	118,3	2,6	129,8	2,3	152,8	3,3	154,3	1,0	153,1	-0,7	0,1
Otros p. desarrollados	71,6	99,6	4,8	117,6	2,8	126,9	1,9	150,8	3,5	155,7	3,2	159,1	2,2	2,7
Venezuela	66,3	94,3	5,2	117,8	3,8	110,0	-1,7	121,4	2,0	128,3	5,7	141,6	10,4	8,0
Otros p. América Latina	60,9	96,4	6,8	131,9	5,4	131,1	-0,2	147,1	2,3	146,5	-0,4	149,7	2,2	0,9
INDICE DE PROTECCION (PROT)	202,0	165,3	-2,8	-131,2	-3,8	190,0	9,7	167,3	- 2,5	121,8	-27,2	115,2	-5,4	-17,0
Porcentaje arancel (ARA)	14,7	15,6	0,8	13,6	-3,0	10,7	-4,6	20,7	14,1	17,6	-14,9	13,4	-24,1	-19,7
Equiv.L arancela. de restr. cuantitativa (QM)	76,1	43,0	-7,8	16,1	-15,1	71,6	45,2	38,6	-11,6	3,5	-90,9	1,6	-54,3	-79,6
PIB POTENCIAL (YP) (en millones de US $ de 1975)	8499	12684	5,9	16964	5,0	18540	2,2	22738	4,2	23505	3,4	24457	4,1	3,7

FUENTES: Ver anexo estadístico.

incluída la más reciente. Ello fue posible gracias a una política sostenida de devaluación real, unida al mantenimiento de unos altos niveles de subsidio a las exportaciones y a un incremento de los precios relativos en dólares de los bienes exportados por el país[18]. Adicionalmente, durante estos años se observó un proceso no despreciable de liberación de importaciones, una caída en los costos de producción medidos por los salarios reales de los trabajadores industriales y un notorio dinamismo del ingreso en los países compradores (que sólo se redujo de manera significativa en el último año, en el que se manifestaron los efectos de la crisis del petróleo).

La segunda etapa es la que va **de 1974 a 1980,** en la que el ritmo de crecimiento de las exportaciones menores reales se reduce a un promedio cercano al 5% anual. En este período, los coeficientes de exportaciones menores sobre producción nacional tendieron a estancarse, a pesar del mantenimiento de un proceso de apertura comercial del país. La tasa de cambio real manifestó una tendencia descendente, los subsidios se redujeron de manera importante y se presentó una caída en los precios relativos en dólares de nuestras exportaciones menores (que habría de ser el comienzo de un largo proceso de deterioro en esos precios, que ha perdurado hasta 1992). Todo esto condujo a una caída importante del precio relativo (interno) de las exportaciones menores, al cual se sumó un incremento en los salarios reales para explicar la pérdida del dinamismo exportador. Durante este período, además, el ingreso en los países compradores manifestó tasas de crecimiento inferiores a las observadas en el período precedente, aunque claramente superiores a las que habrían de manifestarse en la década de los ochenta (Cuadro 2).

La tercera etapa corre **entre 1980 y 1984** en la que las exportaciones menores colombianas manifiestan un fuerte retroceso. En términos de su valor en dólares, esas exportaciones pasaron de

18. Los precios relativos en dólares (PRX*t) se definen como el cociente entre los precios en dólares de las exportaciones PX*t y el índice general de precios al productor en el exterior (P*t). Como índice de precios al productor en el exterior se tomó el índice promedio en dólares de los países con los cuales comercia Colombia que se encuentra implícito en la tasa de cambio real.

niveles cercanos a los US$ 1450 millones en 1980 y 1981 a menos de US$ 1060 millones en 1983 y 1984. Como es bien sabido, los principales factores explicativos de este fenómeno fueron el cierre de los mercados de América Latina después de la crisis de la deuda, y el grave nivel de sobrevaluación del peso al que se llegó como consecuencia del proceso acumulativo de revaluación real que tuvo lugar entre 1975 y 1983. En términos generales, todos los factores identificados como determinantes de las exportaciones menores en la primera parte de este trabajo actuaron en contra de éstas. Los salarios reales manifestaron durante este período un crecimiento significativo, que debió redundar en mayores costos de producción. El nivel de protección de la producción nacional frente a las importaciones se incrementó drásticamente. Además, el ingreso real de los países compradores se mantuvo virtualmente estancado, no sólo por la caída en el PIB correspondiente a los países de América Latina sino por un muy bajo ritmo de crecimiento económico en los países desarrollados. La única variable que actuó en favor de las exportaciones en este período fue la correspondiente a los estímulos directos, los cuales fueron elevados con propósitos compensatorios y permitieron mitigar parcialmente la caída en los precios relativos de las exportaciones (véase Cuadro 2).

La cuarta etapa en el desarrollo de las exportaciones menores colombianas es la que va **de 1984 a 1989,** en la que coinciden nuevamente varios factores favorables. Entre esos factores prima la rápida recuperación de la tasa de cambio real, la cual, según cifras del Banco de la República, se incrementó en casi 50% entre 1983 y 1986, cuando se alcanzó un nivel que se mantuvo aproximadamente igual hasta 1989. Durante esta etapa, las exportaciones menores tuvieron un crecimiento promedio de 15% anual en dólares y, lo que es aún más significativo, de 12.5% anual en términos reales. Aunque estas cifras son inferiores a las del período 1967-1974, por primera vez desde ese período se manifiesta una recuperación sostenida e importante de los coeficientes de exportaciones menores sobre PIB; esto es, un verdadero proceso de apertura exportadora del país.

La quinta etapa para las exportaciones menores es la que se inicia con la declaración explícita de un **proceso de apertura económica,** a comienzos de 1990. Como se aprecia en el Cuadro 1,

las tasas de crecimiento del valor en dólares de esas exportaciones fueron 24.0% en 1990 y 39.2% en 1991. En términos reales, esas tasas alcanzaron 25.3% y 47.0%, respectivamente, permitiendo que el valor real de las exportaciones menores se incrementara en este bienio en un porcentaje superior al observado en cualquier par de años desde 1967.

No todas las variables actuaron a favor del crecimiento exportador durante los años 1990 y 1991. Los costos de producción crecieron en términos reales, a juzgar por lo sucedido con los salarios industriales. Los precios en dólares de las exportaciones menores cayeron, tanto en 1990 como en 1991, y los porcentajes de estímulo directo se redujeron de casi 15% en 1989, a poco más de 10% en 1991[19]. Por su parte, la demanda mundial tuvo características recesivas, ya que los niveles de ingreso en la mayor parte de los países compradores manifestaron tasas muy bajas de crecimiento y en 1991, incluso, la tasa de crecimiento del PIB de los Estados Unidos fue negativa en 0.7%. La excepción, por supuesto, fue Venezuela, cuyo gran dinamismo económico se unió al rápido y fecundo proceso de integración binacional para inducir, como se verá más adelante, un gigantesco crecimiento de las exportaciones colombianas a ese país. Aparte del crecimiento económico venezolano, entre las variables identificadas como determinantes de las exportaciones menores, las únicas que actuaron en su favor fueron, por un lado, el propio proceso de apertura (reducción del sesgo antiexportador) y, por otro, la tasa de cambio real. Esta última manifestó entre 1989 y 1990 un crecimiento del 12.2%, que sólo se revirtió parcialmente en 1991. En esos dos años, la tasa de cambio real estuvo en los niveles más altos de la historia económica reciente del país. A pesar de lo anterior, es necesario enfatizar que debido a los menores subsidios y a la reducción en los precios relativos externos de las exportaciones menores, la fuerte devaluación real de 1990 sólo logró incrementar los precios relativos rele-

19. Se incluyen aquí como "estímulos directos" el CERT, el Plan Vallejo y el crédito de PROEXPO a tasas inferiores a las de mercado. Para 1991, el subsidio implícito en dicho crédito era ya virtualmente inexistente y la cifra presentada en el Cuadro 2 (10.6%) se descomponía fundamentalmente en 7.8% de CERT y 2.1% de Plan Vallejo. El término "estímulos directos" tiene aquí una connotación puramente estadística e incluye ingresos compensatorios de impuestos y aranceles, que no constituyen estrictamente subsidio, en la terminología aceptada para negociaciones internacionales.

vantes para los exportadores en 0.7% en ese año. En 1991, por su parte, estos precios relativos cayeron significativamente y se ubicaron en niveles inferiores a los de 1989 (véase Cuadro 2).

En resumen, cuando se analizan las variables identificadas por los análisis econométricos como determinantes de las exportaciones menores, lo que se encuentra para el período 1989-1991 es una mezcla de efectos positivos y negativos, con la que difícilmente se puede explicar un crecimiento en las cantidades exportadas tan grande como el observado, particularmente en el último de esos años.

Lo anterior se refleja en el Gráfico 1, en el que se reproducen para el período 1968 - 1991, las tasas observadas de crecimiento de las exportaciones menores, conjuntamente con las que predice el modelo econométrico planteado en la primera parte de este trabajo. Como se puede apreciar, el modelo captura de manera bastante fiel las oscilaciones en el dinamismo exportador durante el período analizado. Sin embargo, para 1991, el modelo subestima en forma considerable el crecimiento real de las exportaciones menores, al predecir una tasa algo inferior al 30%, en cualquier caso muy alta, pero inferior a la observada, del orden de 40%[20].

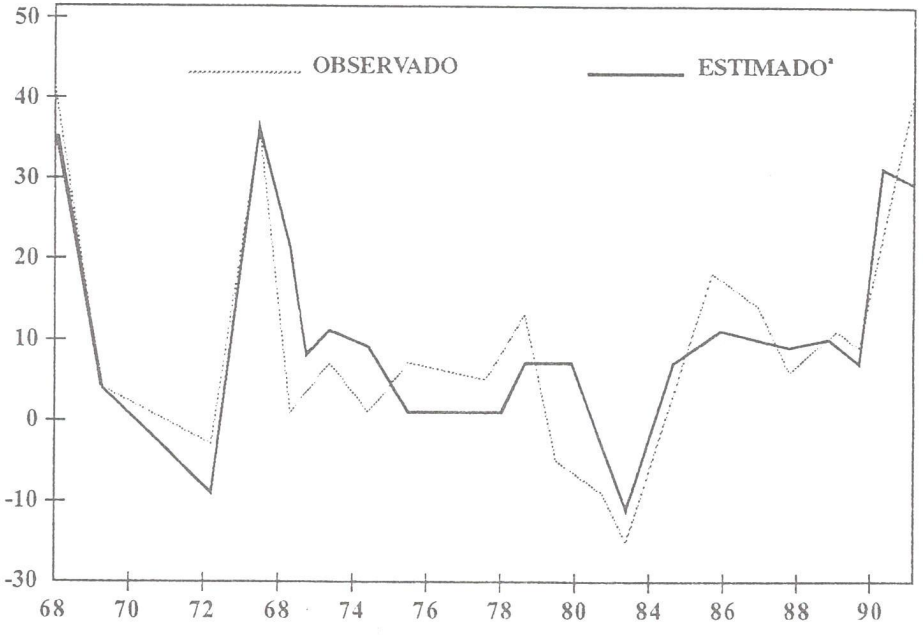
Por supuesto, el error de estimación de nuestro modelo sobre el valor real de las exportaciones en 1991 puede surgir de las múltiples deficiencias que necesariamente tiene la proyección estadística con un modelo tan simple. En cualquier caso, sin embargo, ese error permite plantear las siguientes inquietudes, íntimamente vinculadas entre sí, que conviene analizar en mayor detalle:

(a)Hasta qué punto el crecimiento observado de las exportaciones menores de 1991 fue un crecimiento real o estuvo influído por niveles anormales de sobrefacturación o de exportaciones ficticias en ese año.

(b)En qué medida el crecimiento de las exportaciones menores de 1991 estuvo explicado por efectos que no son apropiadamente

20. El Gráfico 1 presenta tasas de crecimiento logarítmicas, por ser ellas las que se utilizan en el modelo econométrico. Esas tasas difieren marginalmente de las calculadas en el Cuadro 1, a las que se había hecho referencia anteriormente.

GRAFICO 1
TASAS DE CRECIMIENTO (LOGARITMICO) DE
LAS EXPORTACIONES COLOMBIANAS 1968-1991



a/ ESTIMADO: estimada por el modelo econométrico (ecuación 2)

contemplados en nuestro modelo de proyección, tales como los que pudo haber tenido el proceso de integración colombo-venezolano.

(c)En qué medida el alto valor real de las exportaciones menores en 1991 es una base sostenible, sobre la cual deben seguir creciendo las exportaciones en el futuro o, por el contrario, es un valor que refleja un crecimiento puramente coyuntural que debe revertirse en el corto plazo.

Para intentar una respuesta a estos interrogantes, resulta conveniente revisar primero las cifras de exportaciones menores en 1992.

B. Comportamiento de las Exportaciones Menores en 1992

A primera vista, lo sucedido con las exportaciones menores en 1992 sugiere que el crecimiento de 1991 constituye una simple sobre-expansión temporal que fue revertida rápidamente. De hecho, como se puede apreciar en el Cuadro 3, el crecimiento del valor en dólares de las exportaciones menores en 1992 ha sido negativo, cualquiera sea la fuente con que se mida. Las cifras más actualizadas son las correspondientes a reintegros de divisas por concepto de exportaciones no tradicionales, las cuales para el período enero-septiembre de 1992 muestran una caída de 1.4% frente al mismo período del año anterior. Desafortunadamente, las cifras sobre exportaciones realizadas a través de las aduanas, que son procesadas por el DANE, sólo se encuentran disponibles para el primer semestre de 1992, período para el cual muestran una caída de 5.0% frente al primer semestre de 1991. Basado en información parcial suministrada por las aduanas para los meses de julio y agosto, el Banco de la República estima que la caída en los primeros ocho meses del año es de 7.5%.

Una mirada más detenida a lo sucedido en 1992, sin embargo, sugiere que la situación de las exportaciones menores es mucho menos dramática de lo que sugieren las cifras mencionadas.

En el Cuadro 4 se presenta la evolución, entre los primeros semestres de 1991 y 1992, de los valores y las cantidades exportadas de los distintos grupos de productos. La desagregación por sectores que hace el Cuadro permite observar que la caída en el valor en dólares de las exportaciones menores obedece fundamentalmente a lo sucedido con algunos productos industriales. Para esos productos, además, el comportamiento de las cantidades exportadas resulta claramente diferente del que tienen las cifras en términos de valor.

El sector agrícola presenta un crecimiento agregado del valor exportado cercano al 4%. Se observa una fuerte caída en las expor-

CUADRO 3
INDICADORES SOBRE EL VALOR DE LAS EXPORTACIONES MENORES
1991 - 1992
(Millones de US $ y porcentajes)

Valor exportaciones menores según:	1991	1992	Var. %
Reintegros (enero - Septiembre 25)	2414	2380	-1,4
Declaraciones de exportacion de aduanas según DANE (enero-junio)	1843	1751	-5,0
Estimado declaraciones de exportación de aduanas según Banco República (enero-agosto)	2441	2259	-7,5

FUENTE: Banco de la República y DANE, calculos BANCOLDEX -VIP-.

CUADRO 4
EXPORTACIONES MENORES POR SECTORES
Enero - Junio, 1991 - 1992

	Valores Millones de US $			Cantidades Miles de toneladas		
	1991	1992	Var. %	1991	1992	Var. %
EXPORTACIONES MENORES	1843	1751	-5,0	2049	2273	10,9
SECTOR AGRICOLA	463	481	3,9	814	831	2,1
Flores	156	186	19,3	59	67	13,2
Banano	185	209	13,1	593	679	14,7
Frutos comestibles exc. banano	33	8	-74,2	3	3	-1,7
Tabaco	20	28	36,3	12	15	23,3
Algodón	23	34	47,8	12	25	103,6
Arroz	25	0	-99,0	85	0	-99,4
Las demás del sector agrícola	21	15	-28,8	50	40	-19,3
SECTOR PECUARIO	121	110	- 8,8	60	53	-11,9
Carne de bovino	21	8	-61,9	13	4	-64,3
Pescados, crustáceos y molusco	83	87	5,0	38	41	8,5
Los demás del sector pecuario	17	15	-11,4	10	8	-22,9
SECTOR AGROINDUSTRIAL	110	167	51,2	133	313	135,5
Azucar	32	70	119,1	105	258	146,9
Frutas procesadas	15	19	21,1	5	7	31,8
Los demás del sector agroindustrial	63	78	24,1	23	48	108,3
SECTOR INDUSTRIAL	1072	917	-14,5	1035	1062	2,6
Industria química	154	171	11,0	114	208	82,5
Industria del plastico y del caucho	31	47	49,3	13	17	33,0
Cueros y sus manufacturas	130	106	-18,3	7	7	-4,5
Madera, corcho y sus manufacturas	6	8	25,1	7	15	128,5
Papel y sus manufacturas	16	20	24,8	13	17	33,5
Industria editorial	61	51	-16,1	8	8	-3,8
Textiles	60	65	7,6	22	30	37,2
Confecciones	361	191	- 47,2	9	14	55,6
Cemento	22	19	- 13,4	719	583	-19,0
Los demás producs. miners. no met.	45	28	- 38,2	40	65	63,1
Sector metalmecánico	141	159	13,3	82	96	17,1
Los demás del sector industrial	46	53	14,7	1	1	0,1
SECTOR MINERO	76	74	-2,0	7	13	94,7
Piedras preciosas	71	71	-0,2	0	0	3,6
Otros Minerales	4	3	-29,6	7	13	95,1
OTROS	0	2	803,0	0	1	589,7

FUENTE: DANE y calculos BANCOLDEX -VIP-.

taciones de arroz (producto que tradicionalmente ha mostrado gran inestabilidad en sus ventas al exterior), y una reducción moderada en las de frutos comestibles diferentes de banano y en las de los productos agrícolas clasificados en el Cuadro 4 como "los demás". Sin embargo, los aumentos en valores exportados de flores, banano y tabaco son muy significativos y en el caso del algodón, donde se observa una drástica caída en los precios externos, el incremento es tan grande en términos de cantidades (superior al 100%), que el valor exportado alcanza a aumentar casi un 50%.

Entre los productos pecuarios hay una caída importante, explicada fundamentalmente por lo sucedido con las ventas externas de carne de bovino. Los productos de la pesca, sin embargo, mantienen tasas positivas de crecimiento. Por su parte, los productos agroindustriales incrementan fuertemente las exportaciones, tanto en términos de valor como de cantidades.

Entre los productos industriales, el valor exportado se reduce en cerca de 15%, pero la caída se concentra exclusivamente en confecciones, cueros y sus manufacturas, industria editorial, cemento y otros productos minerales no metálicos. Por contraste, el valor de las exportaciones crece de manera importante en los sectores de industria química, plásticos y caucho, textiles y metalmecánico, entre otros.

Por otra parte, entre varios de los sectores industriales que ven reducidos los valores exportados, el comportamiento de las cantidades resulta bien diferente. El caso más evidente es el del sector de confecciones en el cual, pese a una caída en valor de 47.2%, las cantidades exportadas, medidas en toneladas muestran un aumento de 55.6%. Algo similar ocurre en el sector de productos minerales no metálicos diferentes de cemento. En los sectores de cuero y sus manufacturas y de industria editorial, las cantidades, medidas en toneladas, muestran caídas no despreciables pero muy inferiores a las observadas en términos de valor.

Resulta interesante observar en este contexto lo sucedido con el crédito de BANCOLDEX dirigido a los diferentes sectores exportadores (Cuadro 5). En términos anuales, el saldo total del crédito dirigido a las exportaciones, medido en pesos, mostraba en junio de 1992 una tasa de crecimiento de 23.2%. Teniendo en cuenta la

CUADRO 5
SALDOS DE CREDITO REDESCONTADOS POR BANCOLDEX
Junio de 1992
(Millones de pesos)

	SALDO A JUNIO / 92	VARIACIONES AÑO CORRIDO		VARIACIONES AÑO COMPLETO	
		Absoluta	%	Absoluta	%
TOTAL	503,128	47,820	10,5	94,845	23,2
Exportaciones Mayores	21,412	1,954	10,0	6,203	40,8
Carbón	21,402	1,973	10,2	6,212	40,9
Sector Agrícola (sin café)	149,377	18,213	13,9	35,389	31,0
Flores	39,730	7,597	23,6	18,300	85,4
Banano	74,766	14,843	24,8	25,494	51,7
Frutos comestibles excepto banano	8,508	851	15,0	1,169	21,9
Tabaco	8,811	(2,866)	-21,2	1,717	24,2
Algodón	11,448	(953)	-7,7	(2,799)	-19,8
Arroz	8,872	829	14,2	801	9,9
Las demás del sector agrícola	1,441	(2,587)	-84,2	(9,113)	86,3
Sector Pecuario	40,024	5260	15,1	9,663	31,9
Carne de Bovino	1,735	81	3,7	221	14,8
Pescados, crustáceos y moluscos	38,008	4,977	18,0	8,511	31,0
Los demás del sector pecuario	2,261	222	10,8	952	71,7
Sector Agroindustrial	23,802	1,694	7,7	5,732	31,7
Azucar	8,192	2,088	33,8	2,730	50,0
Frutas procesadas	5,096	749	17,2	1,708	50,4
Las demás del sector agroindustrial	10,514	(1,123)	-9,7	1,294	14,0
Sector Industrial	261,706	19,900	8,2	40,195	18,1
Industria química	48,878	3,837	8,6	2,735	8,0
Industria del plastico y el caucho	14,314	1,391	10,8	1,812	12,7
Cueros y sus manufacturas	30,087	2,382	8,5	8,792	29,2
Madera y sus manufacturas	2,249	472	26,6	417	22,8
Papel, carton y sus manufacturas	5,435	2,583	-1,3	46	6,0
Industria editorial	11,375	4,214	29,4	4,045	55,2
Textiles	35,980	7,287	13,3	7,550	28,8
Confecciones	40,198	3,011	22,1	12,215	43,7
Productos de minerales no metálicos	18,822	(5,963)	19,0	4,463	31,1
Sector metalmecánico	44,339	798	-11,9	(1,662)	-3,7
Los demás del sector industrial	10,229		8,5	2,002	24,3
Otros a /	8,804	800	9,7	(2,337)	-25,8

a/ Incluye sector minero (sin carbón, ferroniquel e hidrocarburos), productos no clasificados ,y productos no identificados.
FUENTE: Calculos BANCOLDEX -VIP-.

devaluación del peso entre junio de 1991 y 1992 (de 10.9%), esto equivale a un incremento de 11.1% del saldo de crédito medido en dólares, que contrasta con la caída reportada en el valor en dólares de las exportaciones menores. Por otra parte, el Cuadro 5 permite constatar que entre los sectores con mayores tasas de crecimiento del crédito de BANCOLDEX se encuentran precisamente los de confecciones (con 43.7% de crecimiento en pesos), industria editorial (55.2%) y cueros y sus manufacturas (29.2%). Esto contrasta nuevamente con la caída en los valores reportados de las exportaciones de estos sectores.

Las cifras anteriores muestran que el deterioro en el valor en dólares de las exportaciones menores en 1992 responde fundamentalmente a drásticas caídas en los **precios implícitos** de algunos grupos de bienes industriales; esto es, en los precios por tonelada registrados en los documentos de exportación. Sin embargo, caídas de tal magnitud resultan difícilmente explicables como comportamientos reales de los mercados internacionales y sugieren, más bien, que los precios estaban siendo sobrefacturados en el pasado y han dejado de serlo o, por lo menos, han reducido su grado de sobrefacturación. Esta interpretación, por demás, no resulta sorprendente para un año como 1992, en el que los subsidios otorgados a través de CERT se redujeron a la mitad de lo que eran en el año precedente y se abolieron íntegramente para exportaciones dirigidas a algunos países, como Panamá o las Antillas Holandesas.

C. Composición de las Exportaciones y Sobre-Facturación

Desafortunadamente, no existen métodos confiables para tener una aproximación estadística a cifras de sobre-facturación de exportaciones o de exportaciones ficticias.

Algunos trabajos han utilizado como procedimiento el de comparar las cifras registradas por el DANE como exportaciones colombianas con las cifras de importaciones reportadas por los distintos países compradores como procedentes de Colombia[21]. Los trabajos que han utilizado recientemente esta metodología coinciden en estimar un aumento importante en la sobrefacturación entre 1987 y 1990. Para el último de esos años, un trabajo elaborado en el

21. El trabajo que utilizó por primera vez esta metodología fue el de Botero y Meisel (1988).

Departamento Nacional de Planeación (DNP, 1992) estima la sobrefacturación en US$ 283 millones. Por su parte, en una tesis de grado de la Universidad de los Andes, Rocha (1992) la estima en US$ 525 millones. Suponiendo que toda la sobrefacturación corresponde a exportaciones menores, esas cifras representarían el 7.3% y el 13.6%, respectivamente, de lo que fueron dichas exportaciones en 1990. El problema con este método, sin embargo, radica en que las diferencias entre las cifras sobre exportaciones colombianas y aquellas de los países compradores sobre importaciones procedentes de Colombia pueden surgir, no sólamente de exportaciones ficticias o sobre-facturación de exportaciones, sino también de subfacturación de importaciones en los países de destino. Desafortunadamente, además, la disponibilidad de información no permite hacer este tipo de ejercicio para 1991 y 1992.

Un método alternativo para obtener indicios sobre lo sucedido con las exportaciones ficticias y la sobrefacturación de exportaciones en 1991 y 1992 es mirar en mayor detalle la composición de las cifras reportadas por el DANE, tanto a nivel de productos como a nivel de países.

El Cuadro 6 presenta las tasas anuales de crecimiento del valor de las exportaciones menores para 1990, 1991 y el período enero-junio de 1992, desagregadas por sectores y de acuerdo con sus componentes de precios y de "quantum". Para efectos de esta última descomposición se partió de la información sobre exportaciones del DANE en valores, cantidades (toneladas) y precios implícitos, para 94 productos y grupos de productos[22]. La agregación en índices de precios y de "quantum" para cada uno de los sectores relacionados en el Cuadro 6, se hizo utilizando las metodologías de Paasche y de Laspeyres, respectivamente. A grandes rasgos, esas metodologías consisten en promediar las tasas de crecimiento de los precios implícitos y de las toneladas de cada uno de los productos o grupos de productos considerados para el cálculo, ponderándolas por la importancia de cada uno de ellos en el valor de las exportaciones. De esta manera se minimizan los problemas de agregación que

22. Para los períodos enero-junio de 1991 y 1992 se hizo una desagregación aún más detallada para el subsector de confecciones (tomando las 291 posiciones arancelarias que lo conforman) y para el sector metalmecánico (en el que se desagregaron las posiciones 8402900000, partes para calderas, y 8524909010, discos de computador, por presentar crecimientos atípicos, de más de US$ 4 millones cada uno).

CUADRO 6

Crecimiento de las exportaciones menores por sectores, 1990 - 1992 Valor, Precios y "Quantum"

	Valor 1991	Tasa del crecimiento del valor en US $			Tasa de crecimiento del índice de precios			Tasa de crecimiento del "Quantum"		
	(millone de US $)	1990	1991	1992 Ene-Jun	1990	1991	1992 Ene-Jun	1990	1991	1992 Ene-Jun
EXPORTACIONES MENORES	3697	24,5	36,5	-5,0	-1,0	-5,3	-18,9	25,8	44,1	17,2
SECTOR AGRICOLA	888	18,1	29,7	3,9	3,0	8,7	-8,6	14,7	19,3	13,6
Flores	280	3,4	22,5	19,3	-1,2	9,4	5,4	4,7	11,9	13,2
Banano	405	22,1	27,3	13,1	4,8	9,2	-1,4	16,5	16,6	14,7
Frutos comestibles excepto banano	41	118,0	300,4	-74,2	-12,9	205,2	-78,4	159,3	31,2	19,4
Tabaco	25	36,5	9,2	36,3	1,0	-3,6	10,6	35,1	13,3	23,3
Algodón	70	18,0	49,8	47,8	15,8	-0,8	-27,4	1,9	51,0	103,6
Arroz	25	54,4	30,8	-99,0-	3,7	-15,5	70,8	48,8	54,9	-99,4
Las demás del sector agrícola	41	60,1	8,3	29,8	7,3	-16,9	-44,0	49,3	31,4	27,1
SECTOR PECUARIO	249	33,0	78,1	-8,8	-6,1	18,1	7,7	41,7	50,7	-15,3
Carne de Bovino	40	1,3	150,0	-61,9	-15,0	14,6	6,8	19,1	118,1	-64,3
Pescados, crustáceos y moluscos	162	37,6	40,1	5,0	-3,2	5,8	8,5	42,2	32,5	-3,2
Los demás del sector pecuario	46	56,7	478,9	-11,4	-23,1	108,7	3,5	103,8	177,4	-14,8
SECTOR AGROINDUSTRIAL	248	27,4	- 7,1	51,2	-8,6	-3,2	-24,0	39,4	-4,0	99,0
Azucar	74	37,6	-48,1	119,1	7,2	-16,6	-11,3	28,4	-37,8	146,9
Frutas procesadas	40	-6,0	215,3	21,1	-20,1	10,3	- 8,1	17,7	185,9	31,8
Los demás del sector agroindustrial	134	20,9	20,1	24,1	-22,0	2,1	-35,1	55,0	17,6	91,2
SECTOR INDUSTRIAL	2157	28,0	41,1	-14,5	-0,9	-12,2	-24,8	29,1	64,2	13,6
Industria química	316	15,6	42,2	11,0	-7,3	-21,2	-19,7	24,8	80,6	38,2
Industria del plastico y del caucho	75	14,5	123,7	49,3	-1,3	-20,4	12,8	16,1	181,1	32,4
Cueros y sus manufacturas	279	25,2	40,5	-18,3	-7,7	12,1	-17,1	35,6	25,4	-1,4
Madera, corcho y sus manufacturas	17	- 2,3	71,9	25,1	-24,9	- 9,9	-44,5	30,0	90,9	125,5
Papely carton	36	42,8	18,0	24,8	3,0	4,7	-6,5	38,6	12,7	33,5
Industria editorial	139	13,1	50,4	-16,1	-13,7	-3,8	-12,8	31,1	56,3	-3,8
Textiles	123	26,9	-29,7	7,6	9,0	21,2	-8,6	16,5	-10,8	17,7
Confecciones	597	35,0	44,5	-47,2	15,0	-12,8	-47,2	17,4	65,7	-0,4
Cemento	48	36,9	17,0	-13,4	-0,3	3,0	6,9	37,3	13,6	-19,0
Los demás productos minerales no metal.	71	41,9	108,7	-38,2	7,2	10,5	-63,9	32,4	88,9	71,1
Sector metalmecánico	315	34,6	100,3	13,3	-24,6	-35,5	5,5	38,4	210,4	7,4
Los demás del sector industrial	142	45,1	57,9	14,7	27,3	86,5	-6,8	14,0	-15,3	23,1
SECTOR MINERO	155	7,8	35,7	-2,0	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
Piedras preciosas	145	3,8	28,1	-0,2	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
Otros minerales	10	78,9	34,4	-29,6	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.

FUENTE: DANE y cálculos BANCOLDEX -VIP- Indices de precios calculados por la metodología de Paasche con base en precios implícitos para 94 productos y grupos de productos. Indice de "quantum" según metodología de Laspeyres.

surgen al sumar cantidades exportadas de bienes con precios por tonelada muy distintos entre sí.

Los cálculos del Cuadro 6 confirman la hipótesis sugerida anteriormente con base en el Cuadro 4, de acuerdo con la cual la reducción en el valor de las exportaciones menores para 1992 corresponde a una drástica caída en precios y no a una caída en cantidades. Estas últimas, por el contrario, cuando se las mide por el índice de "quantum" de Laspeyres anteriormente descrito, se incrementaron en 17.2% entre los primeros semestres de 1991 y 1992. El "quantum" de exportaciones industriales, por su parte, se incrementó en casi 14% entre esos mismos períodos.

De acuerdo con el Cuadro 6, la caída en el índice de precios en dólares de las exportaciones menores fue de 18.9% entre los primeros semestres de 1991 y 1992 y la de los precios de las exportaciones industriales alcanzó el 24.8%. Estas cifras, por supuesto, se salen de cualquier margen de credibilidad y sólo pueden reflejar una distorsión estadística grave que pudo haber surgido de niveles muy importantes de sobrefacturación de exportaciones en el pasado, inducidos por la existencia de subsidios directos a las exportaciones y de grandes obstáculos para introducir divisas al país por vías diferentes.

Lo anterior, sin embargo, no debe interpretarse como un argumento en contra de la veracidad de las cifras sobre un notable crecimiento de las exportaciones menores en 1991, a las que se hizo referencia anteriormente. Por el contrario, los cálculos del Cuadro 6 muestran que el proceso de reducción en los precios en dólares de las exportaciones ya se venía manifestando, de manera muy significativa, desde 1991, año en que esos precios cayeron en 5.3% para el conjunto de las exportaciones menores y en 12.2% para las exportaciones industriales.

La hipótesis que surge en esas condiciones es que el nivel de sobrefacturación de exportaciones ha sido muy importante a lo largo de varios años y que tanto en 1991 como en 1992 se ha reducido de manera drástica.

El Cuadro 7 presenta el valor de las exportaciones menores desagregadas por mercados de destino y aporta algunos elementos de juicio adicionales en favor de la hipótesis planteada. De hecho,

CUADRO 7
EXPORTACIONES SEGUN DESTINO
Tasas Anuales de Crecimiento

	Valor	Tasas de Crecimiento		
	millones de US$ 1991	1990 / 1989	1991 / 1990	1992 / 1991 Ene. - Jun.
Estados Unidos y Puerto Rico	1218	12,98	18,61	2,1
Canadá	43	4,21	59,61	17,0
Japón	129	1,87	2,21	-23,4
Comunidad Económica Europea	626	51,18	41,02	13,4
Asociación Europea de Libre Comercio	38	10,40	105,94	13,7
Restos de Europa Occidental	14	448,53	-33,20	-98,2
Grupo Andino	698	13.04	119,65	27,6
Bolivia	9	54,00	74,80	96,9
Ecuador	127	23,81	77,44	46,5
Peru	137	49,07	88,64	10,8
Venezuela	425	-1,71	152,45	26,6
Resto de Aladi	216	57,49	72,36	-2,9
Argentina	22	112,98	64,75	88,2
Brasil	32	84,46	45,69	21,7
Chile	109	21,01	127,36	-31,2
Mexico	51	103,67	24,16	16,4
Paraguay	1	-45,55	126,09	40,5
Uruguay	1	-33,74	81,78	65,3
Centro América y el Caribe	560	30,15	20,60	-62,4
Antillas Holandesas	94	212,06	67,56	-85,9
Costa Rica	54	44.21	166,77	116,2
Panamá y Zona del Canal	291	34,06	-3,75	-75,8
Resto de Centro América y el Caribe	121	-13,64	41,21	-19,1
Resto de Paises	164	61,83	79,20	32,5
Total	3708	24,04	39,19	-5,0

Fuente DANE, calculos de BANCOLDEX -VIP-
Comunidad Economica Europea:no incluye Alemania Oriental.
Asociación Europea de Libre Comercio: Austria, Islandia, Finlandia, Noruega, Suecia y Suiza.
Resto de Europa Occidental: Andorra, Isla Feroe, Gibraltar,Malta,Turquia, Yugoeslavia.

el dinamismo de las exportaciones menores en 1991 fue absolutamente generalizado por países y zonas de destino, con una única excepción importante en las exportaciones a Panamá. Si se tiene en cuenta que ese país ha sido identificado tradicionalmente como destino de exportaciones ficticias y sobrefacturadas, la hipótesis sobre una reducción en ese tipo de prácticas en 1991 recibe un sustento adicional. Por otra parte, el mismo Cuadro permite apreciar que la caída en el valor en dólares de las exportaciones menores en los primeros seis meses de 1992 se explica fundamentalmente por lo sucedido con las ventas registradas a Panamá (que caen en un 76%), a las Antillas Holandesas (que caen en 86%) y a otros países de Centro América y el Caribe. También hay caídas importantes en las exportaciones a Chile y a Japón, que probablemente tienen orígenes distintos a cambios en niveles de sobrefacturación y sobre las que será indispensable realizar en el futuro análisis en mayor profundidad.

Por supuesto, la hipótesis sobre reducciones importantes en los niveles de sobrefacturación, tanto en 1991 como en 1992, requerirá de mayor investigación. La evidencia existente, sin embargo, parece apoyarla de manera general.

D. Consideraciones Finales Sobre la Evolución Reciente de las Exportaciones Menores

Partiendo de la hipótesis sobre la existencia de distorsiones en las cifras de valor de las exportaciones menores en 1991 y 1992, es posible volver sobre los interrogantes planteados anteriormente, alrededor del gran dinamismo exportador de 1991. Ese dinamismo, como se vio, sólo alcanza a ser explicado parcialmente por las variables que han explicado históricamente el comportamiento de las exportaciones menores, de acuerdo con los ejercicios econométricos presentados en la primera parte de este trabajo.

Las cifras analizadas en la subsección anterior sugieren que el dinamismo "excesivo" de las exportaciones menores en 1991 no surgió de un incremento en los niveles de sobrefacturación. Más importante aún, lo que ellas sugieren es que ese dinamismo no sólo fue real, sino que ha perdurado en 1992, cuando las exportaciones

menores, medidas en términos de "quantum", mantienen una alta tasa de crecimiento, si bien inferior a la del año anterior.

En estas condiciones, la subestimación de las exportaciones menores que genera nuestro modelo econométrico para 1991 debe ser explicada, al menos parcialmente, por la existencia de variables importantes no capturadas en ese modelo, cuyos efectos pueden ser perdurables en el tiempo. Entre esas variables se destaca, obviamente, el acelerado proceso de integración comercial de Colombia y Venezuela. El éxito del proceso de integración colombo-venezolano se manifiesta en las cifras del Cuadro 7, donde se aprecian crecimientos en los valores exportados al vecino país de 152% en 1991 y de 27% en el período enero-junio de 1992. La reducción de aranceles y de otras trabas para el comercio binacional, así como las perspectivas de una integración más profunda en otros frentes, debe haber contribuído de manera fundamental a esos resultados.

Cabe mencionar en este contexto, sin embargo, que lo que se ha logrado hasta ahora con el impresionante crecimiento de las exportaciones colombianas a Venezuela de los últimos años es apenas recuperar los niveles que esas exportaciones tenían hacia 1982. En efecto, las ventas al vecino país en 1991 (US$ 425 millones) fueron superiores en sólo 18% a las de 1982 (US$ 361 millones), en términos nominales. En términos reales, por lo tanto, esas exportaciones siguen siendo inferiores a las de hace diez años.

Por otra parte, la perdurabilidad del dinamismo en las exportaciones a Venezuela dependerá críticamente del mantenimiento de un crecimiento económico acelerado en el vecino país, así como del grado en que se sostengan unos niveles de paridad cambiaria entre el peso y el bolívar similares a los vigentes en los últimos años. No debe descartarse, además, la posibilidad de que la abolición del CERT para las exportaciones colombianas a Venezuela, que se decretó a mediados del presente mes de octubre, conduzca a reducciones pasajeras en los valores exportados, en parte por sus efectos reales pero, ante todo, por la posibilidad de que en esas exportaciones haya un componente importante de sobrefacturación y de exportaciones ficticias.

Los recientes avances en procesos de integración con Ecuador, así como las perspectivas de procesos similares con México y Chile,

constituyen fuentes de optimismo sobre el desempeño de las exportaciones menores en los próximos años. Ello, sin embargo, no puede oscurecer la importancia de lo que, de acuerdo con los análisis estadísticos presentados en la primera parte de este trabajo, han sido tradicionalmente los principales determinantes de esas exportaciones.

Más específicamente, el propio éxito de los procesos de integración, y la capacidad del país para experimentar un crecimiento sostenido de sus exportaciones, dependerán críticamente del grado en que se otorgue una buena rentabilidad relativa al negocio de exportar. En una economía abierta, en que ni la protección de la producción nacional frente a las importaciones ni los subsidios a las exportaciones tendrán juego significativo, el mantenimiento de una tasa de cambio real alta deberá convertirse en la más importante herramienta de las autoridades dentro de la estrategia exportadora.

3. TASA DE CAMBIO REAL, MACROECONOMIA Y APERTURA

Ante la conclusión obtenida en las partes precedentes de este trabajo sobre el rol que deberá cumplir la tasa de cambio real en la estrategia para un desarrollo exportador, el interrogante que surge es el del grado de discrecionalidad con que cuentan las autoridades para el manejo de esa tasa. Como se ha comentado, ese grado de discrecionalidad está lejos de ser absoluto. El propósito de esta última parte del trabajo es discutir el tipo de restricciones que encuentran las autoridades para dicho manejo, así como la forma en que esas restricciones pueden ser a su vez manejadas.

El incremento de casi 50% en la tasa de cambio real que se llevó a cabo en Colombia entre 1984 y 1986 permitió verificar que bajo condiciones macroeconómicas específicas, los incrementos en la tasa de cambio nominal pueden ser realizados sin inducir aumentos generalizados en el nivel de precios, al menos de la misma magnitud.

Lo anterior no significa, sin embargo, que la experiencia del período mencionado pueda ser repetida en condiciones macroeco-

nómicas distintas, sin inducir graves presiones inflacionarias. Más aún, el propio mantenimiento del nivel de la tasa de cambio real alcanzado en 1986 se convirtió en fuente de aceleración persistente de la inflación entre ese año y fines de la década de los ochenta, en la medida en que se fue generando un superávit corriente de la balanza de pagos incompatible con el resto de las condiciones macroeconómicas del país[23].

Las presiones inflacionarias originadas en una tasa de cambio real "demasiado alta" se hicieron mayores después de la aceleración de la devaluación nominal que adoptó el gobierno del Presidente Barco hacia finales de 1989, como medida prudencial para evitar un incremento excesivo en las importaciones con el proceso de apertura comercial que se iniciaría de manera explícita en febrero de 1990.

Como es bien sabido, el incremento de las importaciones que se esperaba de la apertura comercial de 1990 no sólo no se presentó, sino que éstas se redujeron de manera considerable, tanto en ese año como en 1991, dando lugar a un fuerte superávit comercial en la balanza de pagos. El paradójico comportamiento de las importaciones se debió en parte a la devaluación real que se había hecho con propósitos precautelativos pero, ante todo, a una drástica reducción de las importaciones oficiales y a un represamiento de la demanda de importaciones por parte del sector privado. A su vez, este represamiento fue ocasionado por la incertidumbre reinante, ante los permanentes cambios en los cronogramas de liberación arancelaria y para-arancelaria y ante las expectativas de revaluación del peso que se generaron como consecuencia de un rápido proceso de acumulación de reservas internacionales[24].

Independientemente de las causas del superávit externo y del proceso de acumulación de reservas, desde fines de 1990 fue evidente para las autoridades que el alto nivel que se tenía en la tasa de cambio real era incompatible con la situación macroeconómica

23. En particular, el índice de precios al consumidor de productos diferentes de los alimentos manifestó entre mediados de 1986 y finales de 1990 una tendencia ininterrumpida al alza que no alcanzó a ser mitigada por el favorable comportamiento de los precios externos de los bienes comerciables. Ver Correa y Escobar (1990).

24. Para un resumen y caracterización del proceso de apertura colombiano de los últimos años puede consultarse el artículo de Ocampo y Villar (1992).

y estaba exacerbando las presiones inflacionarias. En estas condiciones, la reducción de la tasa de cambio real observada entre 1990 y 1992 aparece como inevitable. En las circunstancias de este período, esa era la única vía para inducir un deterioro necesario en la cuenta corriente de la balanza de pagos y para mitigar, por esa vía, el proceso de acumulación de las reservas internacionales.

Lo anterior no significa que, hacia el futuro, el comportamiento de la tasa de cambio real sea un simple resultado del funcionamiento del mercado, ajeno a las decisiones de las autoridades económicas. Lo que si es claro es que las metas que se impongan las autoridades en materia de tasa de cambio real -y de desarrollo exportador- deberán ser vistas como metas integrales de la política económica y tendrán que ser buscadas, no solamente mediante el manejo de la tasa de cambio nominal, sino a través de las políticas fiscal, monetaria, comercial y de control de cambios.

Como se muestra en un trabajo elaborado en el Banco de la República (Herrera, 1989), el manejo de la tasa de cambio nominal puede o no ser importante en la determinación del tipo de cambio real, dependiendo de lo que suceda con un conjunto de "factores reales", que caracterizan la situación macroeconómica del país. El punto que se quiere enfatizar aquí es que las autoridades económicas están en capacidad de influir de manera importante sobre ese conjunto de "factores reales".

En términos generales, las restricciones para el manejo de la tasa de cambio real surgen de los vínculos que existen, por un lado, entre esa tasa y la cuenta corriente de la balanza de pagos y, por otro, entre esa cuenta corriente de la balanza de pagos y los equilibrios macroeconómicos y monetarios.

Ante una mayor tasa de cambio real, la cuenta corriente de la balanza de pagos tiende a hacerse más superavitaria (o menos

25. La disyuntiva que se ha presentado en Colombia entre revaluación real o ajuste fiscal es clara en los modelos sobre brechas al crecimiento económico en los trabajos de Villar (1991) y Ocampo (1992). A nivel internacional, esa disyuntiva es analizada en Correa (1992), con base en las experiencias de seis países exportadores.

deficitaria), no sólo por las mayores exportaciones menores que se generan sino por el impacto que esa tasa tiene sobre las importaciones de bienes y sobre los flujos de servicios. Por su parte, un superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos tiende a generar deficiencia de ahorro en la economía, en la medida en que ese superávit equivale, desde el punto de vista macroeconómico, al ahorro que el país transfiere al resto del mundo. En estas condiciones, un aumento en la tasa de cambio real sólo puede llevarse a cabo, sin generar desequilibrios macroeconómicos, cuando hay otros factores que conducen a deteriorar en forma compensatoria la balanza de pagos o cuando hay un incremento en los flujos de ahorro nacional neto, sean éstos públicos o privados[25].

Formalmente, la restricción surge de la conocida **identidad** macroeconómica, de acuerdo con la cual:

$$(X - M) = (Sp - Ip) + (T - G)$$

donde el término de la izquierda (exportaciones de bienes y servicios, X, menos importaciones de bienes y servicios, M) expresa el superávit en cuenta corriente de la balanza de pagos y los términos de la derecha representan respectivamente el exceso de ahorro sobre inversión privada (Sp - Ip) y el superávit fiscal del sector público (T - G). Como se deduce de esta ecuación, el superávit externo sólo se puede aumentar si simultáneamente se incrementan el exceso de ahorro privado y/o el superávit fiscal.

Si se plantea que el superávit externo depende positivamente de la tasa de cambio real (TCR) y que existe un vector de variables V, definidas de tal forma que afecten negativamente ese superávit, tenemos que:

$$(X - M) = f(\overset{+}{TCR}, \overset{-}{V})$$

de donde se puede despejar la tasa de cambio real como una función positiva del exceso de ahorro interno, del superávit fiscal y de las variables que afectan negativamente la cuenta corriente de la balanza de pagos (V):

$$TCR = g(\overset{+}{Sp - Ip}, \overset{+}{T - G}, \overset{+}{V})$$

En estas condiciones, la capacidad de las autoridades para mantener un nivel alto de la tasa de cambio real y estimular por

esa vía las exportaciones depende críticamente de su capacidad para estimular un exceso de ahorro privado sobre inversión y para mantener un superávit fiscal, o al menos un déficit fiscal reducido.

En el término V se incluyen varias variables que pueden estar también bajo control de las autoridades. Entre ellas se destacan la apertura a las importaciones (reducción en las barreras arancelarias y para-arancelarias) y las importaciones oficiales. Así, la tasa de cambio real podrá ser mayor cuanto mayor sea el grado de apertura comercial y mayores sean -manteniendo un mismo balance fiscal- las importaciones del sector público.

Cabe anotar que un incremento en el gasto público o en la inversión privada pueden inducir deterioros en la balanza de pagos a través de sus efectos sobre la demanda agregada en la economía o, directamente, en la medida en que tengan componentes importados significativos. En este sentido, esas variables estarían incorporadas parcialmente en el término V de las ecuaciones y tendrían, por ello, efectos indefinidos sobre la tasa de cambio real[26].

Sin entrar en el debate sobre los determinantes específicos de la tasa de cambio real, el cual se saldría de las posibilidades de este trabajo, lo que se desea resaltar aquí es que entre los instrumentos con que cuentan las autoridades para mantener esa tasa en niveles altos - y estimular por esa vía las exportaciones menores-, no se encuentra solamente el manejo de la tasa de cambio nominal. A todas luces, la apertura a las importaciones constituye un elemento favorable para este propósito. El gasto público, por su parte, tiene en general un efecto ambivalente; pero un gasto intensivo en importaciones y financiado de manera sana, de tal forma que no induzca mayor déficit fiscal, contribuye también al mantenimiento de la tasa de cambio real en los niveles que requiere el desarrollo exportador. Sin duda alguna, además, los instrumentos que estimulen el ahorro privado actúan en esa misma dirección.

Por supuesto, en la determinación de la cuenta corriente de la balanza de pagos existen también muchos elementos exógenos a la política económica. Por ello, resulta de particular interés men-

26. Esto explica los diferentes resultados obtenidos para el efecto del gasto del gobierno sobre la tasa de cambio real en los trabajos de Easterly (1991), de acuerdo con el cual ese efecto es positivo, y Herrera (1989), que encuentra un efecto negativo.

cionar que en los últimos ejercicios de simulación de la balanza de pagos realizados por el Departamento Nacional de Planeación, esa cuenta corriente pasaría a ser negativa desde 1993, después de haber sido positiva, en montos muy sustanciales, entre 1990 y 1992 (véase Cuadro 8). Desde este punto de vista, la presión a la revaluación real de la tasa de cambio de los dos últimos años podrá verse reducida en el futuro cercano. El mantenimiento de un bajo nivel de déficit fiscal y de unos niveles altos de ahorro privado serán en cualquier caso condiciones fundamentales para evitar que se generen nuevas presiones a bajar dicha tasa de cambio real por desequilibrios entre ahorro e inversión a nivel macroeconómico.

Por otra parte, sin embargo, las presiones a bajar la tasa de cambio real pueden también surgir de desequilibrios en el frente monetario, relacionados con la acumulación de reservas internacionales. De hecho, las proyecciones del Departamento Nacional de Planeación resumidas en el Cuadro 8 prevén la continuación de un proceso de acumulación de reservas internacionales, tanto en 1993 como en 1994. En condiciones de déficit corriente de la balanza de pagos, dicho proceso de acumulación de reservas es íntegramente explicado por ingresos netos de capitales de corto y de largo plazo. Esos ingresos se presentan a pesar de que las proyecciones mencionadas contemplan algunos pagos anticipados de deuda externa y una reprogramación de desembolsos, con base en la cual entre 1992 y 1993 se dejarán de recibir cerca de US$ 300 millones, en términos netos, con respecto a lo que estaba programado en el Plan Financiero y Macroeconómico aprobado por el CONPES el pasado 13 de agosto.

Con unos niveles de reservas internacionales previstos en más de US$ 8.000 millones, correspondientes a más de 9 meses de importaciones de bienes y servicios, resulta difícil entender que el país continúe recibiendo endeudamiento externo neto en los años venideros, máxime cuando ello redundará en mayores dificultades para el control monetario y en las consiguientes presiones hacia una revaluación real del peso.

Por estas razones, la estrategia de mantenimiento de una tasa de cambio real alta, en aras del dinamismo exportador, no sólo requerirá en el futuro de condiciones macroeconómicas apropiadas desde el punto de vista de los equilibrios ahorro-inversión. También

CUADRO 8
BALANZA DE PAGOS 1989-1991
PROYECCIONES DEPARTAMENTO NACIONAL DE PLANEACION
1992-1995 (Millones de dólares)

				Ultimo Ejercicio de Simulación			
	1989	1990*	1991**	1992	1993	1994	1995
I. CUENTA CORRIENTE	-158	522	2373	953	-24	-533	-1033
A. BALANZA COMERCIAL	1474	1957	2981	1449	850	391	-58
1. Exportaciones FOB	6032	7064	7529	7215	8104	9164	10223
No tradicionales	2145	2664	3541	3431	3746	4121	4533
Café	1477	1399	1330	1030	940	930	994
Minería	2045	2627	2658	2755	3419	4114	4697
2. Importaciones FOB	4558	5108	4548	5766	7254	8774	10281
B. BALANZA DE SERVICIOS Y TRANSFERENCIAS	-1672	-1435	-607	-496	-874	-924	-976
II. CUENTA CAPITAL	320	104	-454	551	1196	1409	540
A. INVERSION DIRECTA NETA	547	471	433	661	733	733	780
B. ENDEUDAMIENTO DE LARGO PLAZO	112	-207	-293	83	224	882	116
C. CAPITAL CORTO PLAZO a/	-339	-78	-594	-192	240	-205	-356
CAMBIO EN RESERVAS NETAS	162	626	1919	1505	1172	877	-494
Reservas internacionales	3972	4598	6517	8022	9194	10071	9577
Meses importación bienes y servicios	5,5	6	9	10	9	9	7

*Cifras provisionales
**Cifras estimadas
a/ Incluyen Contrapartidas, y Errores y Omisiones.
FUENTE: UNIDAD DE ANALISIS MACROECONOMICO -DNP-DEI.

requerirá de las autoridades una política más agresiva en términos de prepagos de deuda externa y de aplazamientos, e incluso cancelaciones definitivas, de nuevos desembolsos de crédito.

Adicionalmente, sería deseable que las autoridades revisaran la política de apertura en el mercado cambiario en aquellos aspectos en que ella tiende a facilitar los ingresos netos de capitales privados, especialmente los de corto plazo. Los controles cambiarios resultan, por supuesto, contrarios a la filosofía de la apertura económica. Esos controles son sin embargo inevitables en las primeras etapas del proceso de apertura comercial ya que, sin ellos, los ingresos de capitales, que muchas veces tienen un carácter puramente temporal, tienden a inducir revaluaciones en la tasa de cambio real, con efectos negativos perdurables sobre el dinamismo exportador.

BIBLIOGRAFIA

ALDANA, Santiago, 1992, "Determinantes de las Exportaciones Menores Colombianas", **Mimeo**, Banco de Comercio Exterior de Colombia, Bogotá, julio.

ALONSO, Gloria A., 1992, "Determinantes de la Oferta de Exportaciones Menores en Colombia, 1970 - 1990", **Mimeo**, Banco de la República, Investigaciones Económicas, mayo.

BALASSA, Bela, Gerardo M. BUENO, Pedro Pablo KUCZYNSKI y Mario Henrique SIMONSEN, 1986, **Hacia una Renovación Económica en América Latina,** México, El Colegio de México.

BOTERO, Carmen Helena y Adolfo MEISEL, 1988, "Funciones de Oferta de las Exportaciones Menores Colombianas", **Ensayos sobre Política Económica,** No. 13, Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas, junio.

CARDONA, Martha Helena, 1977, "El Crecimiento de las Exportaciones y el Sistema de Fomento de las Exportaciones en Colombia", **Revista de Planeación y Desarrollo,** Vol. 9, No. 2, abril - septiembre.

CARRIZOSA, Mauricio, 1980, "La Balanza Comercial en la Década de los Ochenta", en FEDESARROLLO, **La Economía Colombiana en la Década de los Ochenta,** Bogotá, Editorial Presencia.

CORREA, Patricia y Jaime H. ESCOBAR, 1990, "Radiografía de la Inflación Actual", **Coyuntura Económica,** Vol. XX, No. 3, octubre.

CORREA, Patricia, 1992, **Acumulación de Reservas Internacionales y Ajuste Macroeconómico en Siete Países Exportadores,** Bogotá, ANALDEX-FESCOL-FEDESARROLLO, abril.

CRANE, Catalina, 1991, "Las Exportacione Menores: Recorriendo Nuevamente el Camino", **Coyuntura Económica,** Vol. 21, No. 2, julio.

CHICA, Ricardo y Manuel RAMIREZ, 1990, "La Metodología de la Cointegración: Presentación y Algunas Aplicaciones", **Desarrollo y Sociedad,** No. 25, Bogotá, CEDE, Universidad de los Andes, marzo.

DEPARTAMENTO NACIONAL DE PLANEACION, 1992, Distorsiones de las cifras de comercio exterior colombiano de bienes 1980 - 1990", **Mimeo,** División de Análisis de Economía Internacional, enero.

DIAZ-ALEJANDRO, Carlos F., 1976, **Foreign Trade Regimes and Economic Development: Colombia,** Columbia University Press.

EASTERLY, William, 1991, "La Macroeconomía del Déficit del Sector Público: el caso colombiano", **Ensayos sobre Política Económica,** No. 20, Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas, diciembre.

ECHAVARRIA, Juan José, 1980, "La Evolución de las Exportaciones Menores y sus Determinantes: Un Análisis Empírico", **Revista Mensual del Banco de la República,** agosto.

EDWARDS, Sebastián, 1986, "El Tipo de Cambio y las Exportaciones Menores", en Vinod Thomas, **Macroeconomía y Política Agropecuaria,** Banco de la República.

ENGLE, Robert F. y Byung Sam YOO, 1987, "Forecasting and Testing in Co-integrated Systems", **Journal of Econometrics,** 35, North Holland, ps. 143-159.

GRANGER, C. W. J. y P. NEWBOLD, 1974, "Spurious Regressions in Econometrics", **Journal of Econometrics,** 2, North Holland, ps. 111-120.

HERRERA, Santiago, 1989, "Determinantes de la Trayectoria del Tipo de Cambio Real en Colombia", **Ensayos sobre Política Económica,** No. 15, Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas, junio.

LORA, Eduardo, 1985, "Los Sistemas de Incentivos, el Financiamiento y el Comportamiento de las Exportaciones Menores", Mimeo, FEDESARROLLO.

LORA, Eduardo (ed.), 1991, **Apertura y Crecimiento: El Reto de los Noventa,** Bogotá, Tercer Mundo y FEDESARROLLO.

OCAMPO, José Antonio, 1988, "Los Dilemas de la Política Comercial en América Latina", **Coyuntura Económica,** Vol. XVIII, No. 4, FEDESARROLLO, diciembre.

OCAMPO, José Antonio, 1991, "Trade Policy and Industrialization in Colombia, 1967-1991", **Mimeo,** Conferencia presentada en el Seminario de WIDER, "Trade and Industrialization Reconsidered", OECD Development Centre, Paris, agosto-septiembre.

OCAMPO, José Antonio, 1992, "Perspectivas de Crecimiento de la Economía Colombiana", **Coyuntura Económica,** Vol. XXII, No. 2, FEDESARROLLO, julio.

OCAMPO, José Antonio y Eduardo SARMIENTO (eds.), 1987, **Hacia un Nuevo Modelo de Desarrollo: un Debate,** Bogotá, Tercer Mundo Editores, FEDESARROLLO - UNIANDES.

OCAMPO, José Antonio y Leonardo VILLAR, 1992, "Trayectoria y Vicisitudes de la Apertura Económica Colombiana", **Pensamiento Iberoamericano: Revista de Economía Política,** No. 21, Enero - Junio.

REYES, Alvaro, 1985, "Políticas Económicas, Niveles de Actividad y Empleo: Un Modelo Estructural para Colombia", **Coyuntura Económica,** Volumen XV, No. 1, abril.

REYES, A., B. KUGLER, E. SARMIENTO Y M. RUBIO, 1978, "Un Modelo de Corto Plazo para la Economía Colombiana", **Revista de Planeación y Desarrollo,** Vol. X, No. 2, mayo - agosto.

ROCHA G., Ricardo Ernesto, 1992, "Movilidad de Capitales a través de la sobre y subfacturación de las exportaciones e importaciones de bienes en Colombia: determinantes y evidencia empírica para 1960-1990", **Mimeo,** Universidad de los Andes, Tesis para optar al Título de Magister en Economía, Bogotá, septiembre.

SHEAHAN, John y Sara CLARK, 1972, "La Respuesta de las Exportaciones Colombianas a variaciones en la Tasa Efectiva de Cambio", **Mimeo,** FEDESARROLLO.

TEIJEIRO, J. D. y R. A. ELSON, 1973, "El crecimiento de las Exportaciones Menores y el Sistema de Fomento de las Exportaciones en Colombia", **Revista Mensual del Banco de la República,** junio.

VILLAR, Leonardo, 1984, "Determinantes de la Evolución de las Exportaciones Menores en Colombia, 1960 - 1981", **Coyuntura Económica,** Vol. XIV, No. 3, octubre.

VILLAR, Leonardo, 1991, "Las Restricciones al Crecimiento Económico: Un modelo Sencillo de Tres Brechas", en Eduardo Lora (ed.), **Apertura y Crecimiento: El Reto de los Noventa,** Bogotá, Tercer Mundo Editores, FEDESARROLLO, febrero.

APENDICE 1
TEST DE DICKEY-FULLER DE ESTACIONARIEDAD DE LAS VARIABLES UTILIZADAS EN EL TRABAJO

(Resultados del estadístico "t" para los coeficientes a1 en las regresiones de la forma $dV_t=a_0+a_1 V_{t-1}$)

Variable (V)	Número de observaciones	Estadistico "t"	Resultado a/
ln(Xt)	25	-0,36	No estacionaria
ln(Xt)-ln(YPt)	25	-0,72	No estacionaria
ln(PRXt)	25	-1,49	No estacionaria
ln(WRt)	25	-0,75	No estacionaria
ln(Y*t)	25	-1,47 b/	No estacionaria
ln(PROTt)	24	-0,90	No estacionaria
dln(Xt)	25	-3,05	Estacionaria
dln(PRXt)	25	-3.53	Estacionaria
dln(Y*t)	25	-2,67	Estacionaria
dln(PROTt)	23	-3,66	Estacionaria

a/ El valor crítico del "t" para el test de Dickey-Fuller con un nivel de significancia de 1% y para una muestra de 25 observaciones es de 2,66.
b/ El test coriiente de Dickey-Fuller para esta variable sugiere estacionariedad, ya que "tT" es de -3,34. Sinembargo el test más estricto, con una regresión que incluye la tendencia, conduce al resultado expresado en el Cuadro.

APENDICE 2
ANEXO ESTADISTICO

En este apéndice se describen las fuentes y metodología de las series utilizadas en el modelo econométrico estimado en la parte primera del trabajo:

1. Exportaciones menores en dólares corrientes y en dólares constantes de 1975 (Xt) e índice de precios en dólares (PX^*_t) (Cuadro 1 del texto).

Las exportaciones menores se definieron excluyendo café, petróleo, ferroníquel, oro y fletes. Los valores en dólares se tomaron de las cifras del DANE sobre Manifiestos de Aduana. El índice de precios en dólares se calculó con base en el índice de precios implícitos en las exportaciones menores, en pesos, según Cuentas Nacionales del DANE, hasta 1989, ajustado por un índice de la tasa de cambio nominal. Para 1990 y 1991 se calcularon índices de precios en dólares tipo Paasche, con base en información de precios implícitos en los manifiestos de aduana, para 94 productos y grupos de productos.

2. Precios relativos de las exportaciones menores y sus componentes.

El precio relativo de las exportaciones menores (PRX_t) se definió como: $PRX_t = (PX^*_t \times TCN_t \times (1 + St)/P_t$, donde PX^*_t es la serie descrita anteriormente de índice de precios en dólares de las exportaciones, TCN_t es un índice de la tasa de cambio nominal promedio, S_t es el porcentaje de subsidios y P_t es el índice promedio de precios al por mayor en Colombia (al productor desde 1991), según el Banco de la República.

En el Cuadro A1 se presentan los índices de precios relativos de las exportaciones con y sin subsidios (PRX_t y $(PX_t \times TCN_t)/P_t$, respectivamente), conjuntamente con los porcentajes de subsidio (S_t), descompuestos en CERT, Plan Vallejo, crédito de PROEXPO y, para antes de 1976, reintegros anticipados. Las cifras de subsidios corresponden a las calculadas por J. A. Ocampo hasta 1989, actualizadas con la misma metodología.

El Cuadro A2 presenta la tasa de cambio real (TCR_t), fuente Banco de la República desde 1975 y FEDESARROLLO (tasa de

CUADRO A-1
PRECIOS RELATIVOS

	Indices de precios relativos de las exportaciones		Porcentaje de subsidios				
	Sin Subsidios	Con Subsidios (PRX)	Reintegros anticipados	Credito Proexpo	Plan Vallejo	CERT	Total (St)
1967	81,5	100,3	6,0		1,9	15,2	23,1
1968	78,4	95,1	3,9		2,2	15,1	21,2
1969	87,6	104,4	1,4		1,3	16,5	19,1
1970	91,9	110,2	1,6		2,5	15,7	19,8
1971	96,6	118,4	4,3		1,9	16,3	22,6
1972	104,0	131,9	6,0	0,5	2,0	18,4	26,8
1973	103,6	131,1	1,9	1,1	2,2	21,5	26,6
1974	110,9	137,0	0,0	1,3	2,3	19,9	23,5
1975	100,0	113,0	1,9	2,0	1,7	7,4	13,0
1976	94,9	104,6	0,8	1,8	1,8	5,8	10,2
1977	88,2	97,0		3,4	2,2	4,4	9,9
1978	82,0	93,5		5,7	2,1	6,3	14,1
1979	82,9	94,6		5,0	1,9	7,2	14,1
1980	86,2	99,2		5,7	2,4	6,9	15,1
1981	83,7	97,4		6,8	2,0	7,6	16,4
1982	74,8	88,8		8,2	1,8	8,8	18,8
1983	72,4	89,6		10,3	1,4	11,9	23,7
1984	77,8	98,8		9,2	2,1	15,8	27,0
1985	77,3	97,7		5,4	2,8	18.2	26,4
1986	90,0	106,6		3,1	3,7	11,6	18,4
1987	99,3	114,7		3,1	3,9	8,6	15,6
1988	101,6	115,9		1,6	4,5	8,0	14,1
1989	106,1	121,9		2,1	4,4	8,3	14,8
1990	108,9	122,8		1,5	3,0	8,2	12,7
1991 p	101,9	112,7		0,7	2,1	7,8	10,6

FUENTE: DANE, Banco de la República, Incomex y BANCOLDEX. Porcentaje de subsidios tomados de José Antonio Ocampo hasta 1989. Cálculos BANCOLDEX - VIP -.

cambio real para exportaciones menores) para los años anteriores. En ese mismo Cuadro se presenta el índice de precios en dólares al por mayor en los países con los cuales comercia Colombia implícito en la tasa de cambio real ($P^*_t = TCR_t \times Pt/TCN_t$) y el índice de precios relativos en dólares de las exportaciones menores ($PRX^*_t = PX^*_t/P^*_t$).

3. Protección ($PROT_t$)

El Cuadro A3 presenta los porcentajes de arancel (ARA_t), calculados con base en recaudos arancelarios del gobierno según cifras de la Contraloría y en importaciones según Cuentas Nacionales del

CUADRO A - 2
TASA DE CAMBIO REAL Y PRECIOS RELATIVOS
EXTERNOS DE LAS EXPORTACIONES

	Indice de tasa de cambio real (TCR)	Indice de precios al por mayor externos (P*t)	Precio relativo en dólares de las exportaciones (PRX*t)
1967	76,1	45,4	107,0
1968	84,0	48,1	93,3
1969	85,7	49,2	102,3
1970	90,3	52,6	101,8
1971	95,8	57,6	100,8
1972	99,2	64,3	104,9
1973	97,5	74,8	106,2
1974	95,7	90,6	115,9
1975	100,0	100,0	100,0
1976	95,4	104,5	99,5
1977	85,7	112,3	102,9
1978	85,5	123,9	95,9
1979	81,7	139,1	101,5
1980	83,5	158,7	103,3
1981	81,6	167,1	102,6
1982	75,6	165,5	98,9
1983	73,6	159,3	98,4
1984	79,9	159,9	97,4
1985	91,4	162,0	84,6
1986	108,5	171,9	83,0
1987	111,2	176,1	89,3
1988	111,3	183,4	91,3
1989	113,5	187,6	93,5
1990	127,4	203,0	85,5
1991 p	123,7	199,6	82,4

FUENTE: Banco de la República y DANE Cálculos BANCOLDEX - VIP -

DANE, hasta 1989, actualizadas según manifiestos de importación, también según DANE. En el mismo Cuadro se presenta el equivalente arancelario de las restricciones cuantitativas a las importaciones (QM_t), estimado siguiendo la metodología de Ocampo (1991), en la forma descrita en el texto (nota de pié No,. 13), así como el índice de protección total, calculado como $PROT_t = (1+ARA_t)x(1+QM_t)$.

4. Indice de ingreso real de los países compradores (Y^*_t)

El Cuadro A4 presenta los índices del PIB real de Estados Unidos, resto del países industrializados, Venezuela y resto de

CUADRO A - 3
INDICES DE PROTECCION

	Porcentaje de arancel (ARA)	Equivalente arancelario de restricción cuantitativa (QMt)	Indice de protección (PROT)
1967	14,7	76,1	202,0
1968	15,1	69,7	195,3
1969	16,2	69,9	197,4
1970	16,4	65,6	192,8
1971	16,3	66,2	193,3
1972	19,2	65,8	197,7
1973	18,5	50,6	178,4
1974	15.6	43,0	165,3
1975	15,4	39,7	161,2
1976	16,0	35,3	156,9
1977	17,7	31,0	154,2
1978	13,2	26,9	143,6
1979	13,6	26,3	143,5
1980	13,0	16,1	131,2
1981	12,0	15,7	130,0
1982	12,2	22,2	137,1
1983	11,4	38,3	154,0
1984	10,7	71,6	190,0
1985	16,7	53,4	179,1
1986	18,2	42,3	168,2
1987	23,1	42,0	174,8
1988	22,0	40,3	171,2
1989	20,7	38,6	167,3
1990	17,6	3,5	121,8
1991	13,4	1,6	115,2

FUENTE: Banco de la República y DANE Cálculos BANCOLDEX -VIP-

países de América Latina. Los datos de Estados Unidos y Venezuela se tomaron de las **Estadísticas Financieras Internacionales** del Fondo Monetario Internacional. Los del resto de países se estimaron con base en cifras tomadas de la misma fuente sobre PIB real total de los países industrializados y de América Latina y sobre la participación, en 1984, de Estados Unidos y Venezuela en esos totales regionales.

En el mismo Cuadro A4 se presenta el índice ponderado de PIB en los países compradores (Y^*_t), calculado para cada año ponderando por la participación de cada país o grupo de países en las exportaciones colombianas del año inmediatamente anterior.

CUADRO A - 4

INDICE DE INGRESO REAL DE LOS PAISES COMPRADORES

1965 - 1992

	Indice de Ingreso Real					Tasas de crecimiento				
	EEUU	Otros países Industrializados	Venezuela	Otros países de América Latina	Promedio ponderado	EEUU	Otros países Industrializados	Venezuela	Otros países de América Latina	Promedio ponderado
1965	77,5	65,5	62,3	55,1	64,9	5,8	4,7	6,1	12,8	6,4
1966	81,9	68,7	63,9	58,5	68,4	5,8	4,9	2,5	6,1	5,3
1967	84,3	71,6	66,3	60,9	70,9	2,9	4,1	3,8	4,1	3,8
1968	87,8	75,6	69,6	65,1	74,8	4,2	5,6	4,9	6,9	5,5
1969	89,9	80,5	72,7	69,7	78,9	2,4	6,4	4,5	7,0	5,4
1970	89,7	84,5	79,0	72,4	81,6	-0,3	5,0	8,8	3,9	3,4
1971	92,2	87,7	81,4	77,7	85,4	2,8	3,7	3,0	7,2	4,6
1972	96,8	92,1	83,7	83,2	90,2	5,0	5,1	2,7	7,2	5,7
1973	101,8	97,9	88,9	89,9	96,0	5,2	6,2	6,3	8,0	6,4
1974	101,3	99,6	94,3	96,4	98,6	-0,5	1,7	5,1	7,2	2,6
1975	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	-1,3	0,4	6,1	3,7	1,5
1976	104,9	104,5	108,8	105,7	105,5	4,9	4,5	8,8	5,7	5,5
1977	109,8	107,3	116,1	109,5	110,0	4,7	2,8	6,7	3,6	4,2
1978	115,6	111,0	118,6	114,8	114,0	5,3	3,4	2,1	4,8	3,7
1979	118,5	115,3	120,1	123,3	117,9	2,5	3,9	1,3	7,4	3,4
1980	118,3	117,6	117,8	131,9	119,1	-0,2	2,1	-2,0	6,9	1,1
1981	120,5	118,7	117,4	131,3	119,9	1,9	0,9	-0,3	-0,4	0,7
1982	117,5	120,4	118,2	128,9	119,1	-2,5	1,4	0,7	-1,9	-0,7
1983	121,7	122,6	111,6	125,9	118,3	3,6	1,8	-5,6	-2,3	-0,7
1984	129,8	126,9	110,0	131,1	123,4	6,6	3,5	-1,4	4,1	4,3
1985	134,3	131,4	111,6	135,8	127,5	3,5	3,5	1,4	3,6	3,3
1986	139,1	135,7	118,7	140,1	131,7	2,8	2,8	6,3	3,2	3,3
1987	142,7	139,4	124,0	145,1	136,3	3,4	3,3	4,5	3,5	3,5
1988	149,1	145,6	131,7	145,1	141,0	4,4	4,4	6,2	-0,0	3,4
1989	152,8	150,8	121,4	147,1	142,9	2,5	3,6	-7,8	1,4	1,3
1990	154,3	155,7	128,3	146,5	145,1	1,0	3,2	5,7	0,5	1,5
1991	153,1	159,1	141,6	149,7	147,3	-0,7	2,2	10,4	2,2	1,6

FUENTE: Banco de la República y DANE Cálculos BANCOLDEX -VIP-

5. Salarios Reales (WR_t) y Producción potencial (YP_t)

Los datos de salarios reales se calcularon hasta 1989 con base en la información de salarios nominales promedio de cada año, según la encuesta anual manufacturera del DANE, y se deflactaron por el índice de precios al por mayor del Banco de la República. La serie se actualizó para 1990, 1991 con base en las cifras sobre salarios reales de la muestra mensual manufacturera del DANE.

En la producción potencial (YPt) se estimó con base en una regresión del PIB real, según Cuentas Nacionales del DANE y estimativos preliminares para los últimos años, contra una variable de tendencia y contra el PIB real rezagado.

El Cuadro A5 presenta las series utilizadas de salarios reales, PIB real y producción potencial.

CUADRO A-5
INDICE DE SALARIOS Y PIB

	Indice de Salarios	PIB*	
		Observado	Potencial
1967	116,4	257588	262883
1968	117,9	272871	273512
1969	124,5	289523	289200
1970	134,5	307496	306219
1971	135,0	325825	324544
1972	130,2	350813	343223
1973	113,8	374398	368468
1974	101,8	395910	392317
1975	100,0	405108	414081
1976	104,2	424263	423808
1977	105,8	441906	443309
1978	118,1	479335	461364
1979	118,4	505119	498747
1980	124,2	525765	524690
1981	130,3	537736	545700
1982	138,9	542836	558258
1983	143,6	551380	564182
1984	152,3	596855	573441
1985	150,7	587561	592389
1986	147,1	621781	610643
1987	147,3	655164	645003
1988	145,0	679452	678554
1989	146,2	702649	703280
1990	149,7	731731	726995
1991	150,3	747867	756461

* Millones de pesos constantes de 1975 FUENTE: DANE

COMENTARIO

Juan José Echavarría S. y Alejandro Gaviria U.***

En la primera sección del excelente trabajo de Leonardo Villar se resume el estado actual del debate sobre los determinantes de las "mal llamadas exportaciones menores" y se presentan nuevas estimaciones para el período 1967-1991. En la segunda sección se analiza lo sucedido con las exportaciones menores durante 1992, y en la tercera se aportan elementos sobre los determinantes de la tasa de cambio real en Colombia.

1. EXPORTACIONES MENORES

El descenso observado en 1992

Las exportaciones menores colombianas crecieron a un ritmo anual de 16% entre 1967 y 1974 (dólares constantes), se estancaron entre 1974 y 1980 (5%), para recuperarse nuevamente durante los ochentas (12.4%). Su crecimiento fue enorme durante los dos primeros años de la apertura económica (1990 y 1991, 36% por año); sin embargo, las cifras oficiales reportan una **aparente** caída en 1992: los reintegros de divisas disminuyeron 1.4% entre enero y

* Director Investigaciones Económicas Federación Nacional de Cafeteros.

** Asesor del Depto. de Investigaciones Económicas

septiembre de 1992 y el Banco de la República estima una caída en aduanas cercana al 7.5% en el lapso enero-agosto del presente año (en ambos casos se comparan las cifras con las del mismo período en 1991).

Es difícil cuestionar las conclusiones de la segunda sección del trabajo de Villar en la cual se sugiere que las exportaciones menores continuaron creciendo durante 1992. De un lado, el crédito otorgado por Bancoldex se elevó 11% (en dólares). De otro lado, existen evidencias que señalan la presencia de altos niveles de sobre-facturación en los años anteriores: las exportaciones a Panamá y a Antillas Holandesas descendieron 76% y 82% (respectivamente) durante 1992 y se observó, además, una caída poco creíble de 31% en el índice de precios implícito en las exportaciones menores (42% en las exportaciones de bienes industriales). Surge la pregunta obvia, sin embargo: si las cifras oficiales para el período 1989-92 no son confiables, por qué habrían de serlo aquellas para el período completo?

Los determinantes de las exportaciones menores

Ecuaciones en niveles

Aún si las exportaciones menores no cayeron durante 1992, la evidencia de la primera sección confirma que caerán durante los próximos años si el peso continúa revaluándose en términos reales. La Columna (1) del Cuadro 1 presenta las variables incluidas en el trabajo de Villar para el período 1967-90.[1] Se obtienen elasticidades precio e ingreso (internacional) de 0.77 y 0.50 respectivamente, confirmando los resultados de investigaciones previas en el campo.[2]

1. Los salarios no resultan significativos y se reduce el nivel de significación (al 10%) para la demanda mundial cuando se incluye el año 1991 en los cálculos. Se prefirió trabajar con el período 1967-90 debido a la incertidumbre sobre el comportamiento de las exportaciones durante los últimos años.

2. Las elasticidades precio oscilan entre 0.5 y 1.5 en los diferentes trabajos reseñados en la primera sección. Las elasticidades precio obtenidas en Echavarría (1980) eran 0.90 cuando se consideraban las exportaciones sin café, petróleo y oro, y 0.94 cuando se excluía también el banano. La elasticidad a la demanda mundial oscilaba entre 0.86 y 1.46 para los diferentes rubros considerados. La especificación de la columna (1) conduce a una elasticidad precio de 0.79 y a una elasticidad ingreso (internacional) de 1.70 cuando se utilizan las exportaciones como variable dependiente.

CUADRO 1

DETERMINANTES DE LAS EXPORTACIONES MENORES EN COLOMBIA / 1967-1990

Variable Dependiente: (X/Yp)	(1)	(2)	(3)	(4)
Constante	-7.65	-6.61	-7.30	-5.65
	(-6.14)*	(-4.92)*	(-5.17)*	(-2.85)*
PRECIOS RELATIVOS				
A. Con Subsidios	0.77	0.64		
	(4.87)*	(3.58)*		
B. Sin Subsidios			0.67	
			(3.67)*	
C. Componente Permanente				0.73
				(2.42)*
D. Componente Transitorio				0.08
				(0.89)
Demanda Mundial	0.50	0.37	0.34	0.28
	(3.24)*	(2.95)*	(2.69)*	(1.76)**
Salario Unitario	-0.48			
	(-2.52)*			
Costos Unitarios		-0.25	-0.20	-0.21
		(-2.48)*	(-1.84)**	(-1.69)**
Protección	-0.49	-0.67	-0.57	-0.96
	(-2.51)*	(-4.01)*	(-3.59)*	(-4.87)*
R^2	0.82	0.82	0.82	0.82
R^2 Ajustado	0.78	0.78	0.78	0.77
D.W	1.99	2.09	2.09	2.01

X: Exportaciones Menores en dólares constantes; Yp: PIB Potencial.
Las cifras entre paréntesis corresponden a los coeficientes 't':
*: nivel de significancia del 5%; **: nivel de significancia del 10%
Fuente: La mayoría de las variables se obtuvieron de L. Villar (1992).
Ver Tabla A.2 (Anexo 2).
Metodología:
Los componentes permanente y transitorio para los precios relativos se obtuvieron mediante la descomposición sugerida por S. Beveridge y C.R. Nelsón. (1981). Los resultados no difieren cuando se utiliza la variable (X/PIB) como variable dependiente. La regresión que incluye los componentes permanente y transitorio se estimo para el periodo 1967-91.

El impacto negativo y significativo obtenido para la variable "protección" (arancelaria y para-arancelaria)[3] confirma las predicciones de la teoría económica e indica que la apertura efectivamente incentivó las exportaciones menores al reducir el sesgo anti-exportador implícito en el modelo de sustitución de importaciones que regía antes de 1989.

De hecho, el proceso de apertura afectó positivamente las exportaciones menores vía tres mecanismos diferentes: redujo el sesgo anti-exportador (o, lo que es lo mismo, elevó la tasa de cambio de equilibrio, ver secciones 2 y 3), facilitó la importación de insumos requeridos en la producción de bienes exportables, y (probablemente) aceleró el cambio técnico en los sectores intensivos en importaciones, creando nuevas posibilidades de exportación.[4]

Es importante señalar que no parece del todo correcto incluir la variable salarios como un índice de rentabilidad absoluta, pues los costos salariales, para el promedio de la industria nacional, tienen una participación menor en los costos totales que el costo del capital o el de las materias primas. Los resultados presentados en las columnas (2)-(4) permiten extender el análisis de Villar.

La especificación utilizada en la columna (2) reemplaza la variable salarios por un índice ponderado de salarios y costo de uso del capital.[5] Se observa que disminuyen las elasticidades al precio (0.64), al ingreso (0.37) y al costo (-0.25) y se eleva la respuesta a la protección (-0.67). Esta especificación puede utilizarse para explicar el comportamiento de las exportaciones menores entre 1967 y 1991; así efectivamente se hizo en el Cuadro A.1 (Ver anexo). Allí se aprecia que el alto crecimiento observado durante 1967-74 y

3. El índice de protección construido y utilizado por Villar calcula el equivalente arancelario implícito de los mecanismos para-arancelarios, lo que lo hace mucho más satisfactorio que otras formulaciones utilizadas con el mismo propósito en el pasado, tales como el número de posiciones del arancel cobijadas por el mecanismo de licencia previa.

4. J. J. Echavarría (1990) encuentra incrementos importantes en productividad en aquellos sectores que exportan o que se enfrentan a la competencia de nuevas importaciones, pero aún no se cuenta con un trabajo empírico que explore consistentemente la relación apertura -productividad- exportaciones.

5. Para el cálculo de esta última variable se utilizó la formulación sugerida por Fainboin (1990) y por Dailami (1989) cuando la empresa se financia mediante emisión de acciones o fondos internos. Los ponderadores fueron 0.4 para salarios y 0.6 para el costo de uso del capital.

1984-89 se debió al efecto positivo de los precios relativos y de la demanda mundial (1967-74). La menor dinámica exportadora de 1974-80 obedeció a la caída en precios relativos, a la menor dinámica de la economía mundial y al incremento en los costos.

Para terminar, el enorme crecimiento observado durante 1989-91 obedeció al efecto favorable de la apertura, que terminó con el sesgo anti-exportador, y que compensó, a su vez, el efecto de la caída en precios relativos y el del incremento en los costos de producción.

Continuando con el análisis empírico de los determinantes de las exportaciones menores en Colombia, la comparación de las columnas (2) y (3) confirma los resultados de Villar y señala que la elasticidad ante los precios relativos es similar cuando se incluyen o excluyen los subsidios. Es claro, por tanto, que el desmonte paulatino de los subsidios a las exportaciones, desde niveles cercanos a 27% en 1984 a sólo 11% en 1991, ha tenido un impacto negativo importante sobre las exportaciones menores. Sin embargo, el subsidio a las exportaciones ya era bajo en 1989 y, por lo tanto, su desmonte reciente no habría tenido un efecto importante en el comportamiento de las mismas en la década del 90.[6]

En la columna (4) se comparan las elasticidades precio para los componentes permanente y transitorio de los precios relativos. La elasticidad con respecto al componente permanente resulta significativa y cercana a 0.7, y aquella con respecto al elemento transitorio resulta menor a 0.08 y no significativa. Lo anterior permitiría aventurar una hipótesis en relación con el tenue efecto de la revaluación real de 1992 sobre las exportaciones: podría ser que el exportador no percibió como permanente esta revaluación y continuó por ello exportando?

El ajuste de corto plazo

Villar utiliza los nuevos desarrollos econométricos en el campo de la cointegración y especifica una ecuación de corrección de errores que le permite comparar las elasticidades de largo plazo con

6. El subsidio del CERT descendió desde 18% en 1985 hasta 8% en 1991, y el del crédito otorgado por PROEXPO se redujo desde 10% en 1983 a sólo 0.7% en 1991. El subsidio otorgado por el sistema de Plan Vallejo ha sido decididamente menor, y el de los reintegros anticipados dejó de operar desde 1976. El nivel total de subsidios era de 14.8% en 1989 y de 11% en 1991. Ver Villar (1976), Cuadro A.1.

las correspondientes al mecanismo de ajuste de corto plazo. Sus resultados muestran que para los precios relativos la elasticidad es mayor en el largo plazo, mientras que para el ingreso (internacional) se produce una respuesta mayor en el corto plazo. El diferencial de elasticidad para los precios relativos parece lógico pues el cambio en precios requiere de algún tiempo para tener un efecto importante. La mayor elasticidad ingreso (internacional) de corto plazo es justificada por Villar en términos de los costos de creación de mercados.

Los resultados presentados en los párrafos siguientes coinciden en términos generales con los de Villar, pero es conveniente precisar algunos aspectos metodológicos de los cuales no parece consciente el autor en su artículo: la especificación utilizada en la ecuación de corrección de errores sólo tiene sentido cuando las variables no son estacionarias y están cointegradas; no parece correcto utilizar la variable X/Y_p como variable dependiente en la ecuación de niveles y la variable X en la ecuación de corrección de errores; y no debe incluirse la constante en la ecuación de errores si se desea comparar elasticidades de corto y largo plazo.

En primer lugar no parecen existir vicios metodológicos en la ecuación de corrección de errores pues las pruebas de Dickey-Fuller revelan que todas las variables son I(1) y que efectivamente guardan una relación estable de largo plazo (cointegración). En cuanto a los otros dos puntos - (X/Yp) vs X e inclusión de la constante- la ecuación (1) reporta los coeficientes obtenidos para las mismas variables de la Tabla 1, utilizando sus **variaciones** anuales e incorporando el mecanismo de corrección de errores (ϵ_{-1}). No se incluye la constante en la regresión. Al comparar estos resultados con los de la Tabla 1 (columna 2) se concluye que en el corto plazo es menor la elasticidad precio y mayor la respuesta a las variaciones en el ingreso mundial y en los niveles de protección. No difiere la respuesta a los costos. Estos resultados son, en todo caso, similares a los de Villar.

$$\underset{}{d.(X/Y_p)} = \underset{(1.87)^{**}}{0.44.(dPrecios)} + \underset{(2.21)^{*}}{1.02\,(dDemanda)} - \underset{(-2.75)^{*}}{0.22.(dCostos)}$$

$$\underset{(-4.45)^{*}}{-0.83.(dProt)} \; \underset{(-4.99)^{*}}{-1.13.\,\epsilon\text{-}1}$$

R2: 0.71; R2 ajustado: 0.65; D. W: 1.57

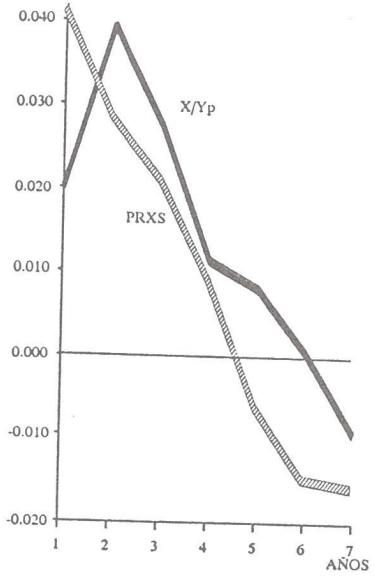
Relaciones Dinámicas entre las Variables

En el análisis anterior se supuso que no existían interacciones dinámicas entre las variables. No obstante, y a manera de ejemplo, podría ocurrir que la devaluación elevase el costo de los bienes importados o redujese los salarios reales. Así mismo, el aumento en las exportaciones que conlleva la devaluación podría permitir una liberación parcial. La metodología de vectores autorregresivos (VAR) permite capturar dichas interacciones dinámicas. El Gráfico 1 considera el impacto de una perturbación puntual (de una desviación estándar) en los precios relativos sobre ellos mismos, sobre las exportaciones, sobre los costos de producción y sobre la protección arancelaria y para-arancelaria.

GRAFICO 1

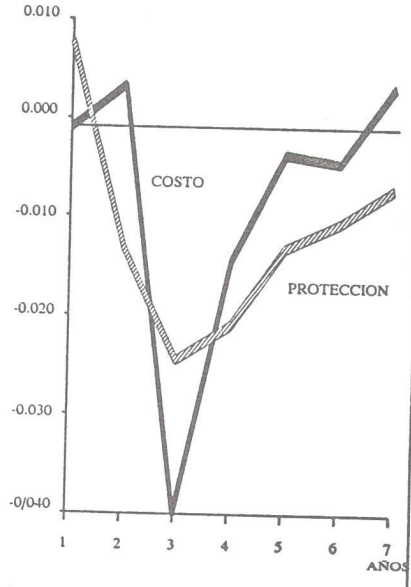
RESPUESTA DE LAS DIFERENTES VARIABLES

ANTE UNA PERTURBACION EN PRXS



X: Exportaciones Menores; Yp: PIB Potencial;PRXS: Precios Relativos (con subsidios)

Cambio de 1 desviación estándar en PRXS en el año 1



Costo salarios y costo de uso del capital

Protección: Arancel y para-arancel

Se observa que el impacto de una perturbación en los precios relativos se va atenuando con el tiempo y afecta en forma importante las exportaciones menores durante los próximos tres años (el impacto es mayor en el segundo y tercer año que en el primero). Este último resultado es consistente con los presentados anteriormente sobre las elasticidades precio de corto y largo plazo. El Gráfico también indica que las devaluaciones reales han ido acompañadas por menores niveles de protección y por caídas en costos: las devaluaciones reales han reducido los salarios reales y han permitido liberar una vez reaccionan (favorablemente) las exportaciones.

2. LA TASA DE CAMBIO DE EQUILIBRIO Y LA POLITICA MACROECONOMICA[7]

La última sección del trabajo de Villar trata sobre los determinantes de la tasa de cambio de equilibrio y sobre "el tipo de restricciones que encuentran las autoridades para dicho manejo, así como la forma en que esas restricciones pueden ser a su vez manejadas". El autor considera que el alto nivel de la tasa de cambio real observado desde finales de 1990 era insostenible (e inevitable la revaluación real posterior) pues exacerbaba las presiones inflacionarias. Este afirma también que el nivel deseado de la tasa de cambio real depende no sólo de la tasa nominal, sino también de las políticas fiscal, comercial y de control de cambios.

Para mantener la tasa de cambio real alta y garantizar el éxito exportador, se requiere de "una politica más agresiva en términos de prepagos de deuda externa, y de aplazamientos, e incluso cancelaciones definitivas, de nuevos desembolsos de crédito", y de un mayor control a los flujos de capital de corto plazo aún cuando éste sea contrario a la filosofía de la apertura económica. En general, parece válida la primera sugerencia de Villar, siendo más discutible su recomendación en materia de control de cambios.

La deuda externa puede ser un elemento importante en el crecimiento de largo plazo de un país, pero no sería conveniente en

7. Esta sección se basa en J. J. Echavarría y A. Gaviria (1992), "Los Determinantes de la Tasa de Cambio en Colombia y la Coyuntura Actual", Coyuntura Económica, Octubre.

la situación actual y menos aún cuando se esperan ingresos futuros importantes provenientes del sector petrolero. Reimplantar el control de cambios tiene costos elevados pues volveríamos a los viejos tiempos en los cuales un conjunto de burócratas asignaban los cupos según "prioridades nacionales" que no guardaban relación alguna con las verdaderas necesidades del sector privado. Claro que los costos serían menores si sólo se controlasen los capitales especulativos de corto plazo pero, en general, no es fácil definir y reconocer estas características.

Los flujos de capital que tuvieron lugar durante 1991 y 1992 obedecieron en buena parte a los altos diferenciales entre la tasas de interés interna y externa (incluyendo las expectativas de revaluación). Las altas tasas de interés internas se debieron a una política monetaria equivocada y las expectativas de revaluación se originaron en el fracaso del gobierno en anunciar con suficiente firmeza que no permitiría nuevas revaluaciones reales. No parece conveniente reimplantar el control de cambios antes de analizar detenidamente el efecto de las políticas anteriores[8].

Era insostenible el nivel de la tasa de cambio real de 1990 y de 1991? Causaron presiones inflacionarias las devaluaciones reales que tuvieron lugar entre 1982 y 1990? Un trabajo reciente de Echavarría y Gaviria (1992) contribuye a responder estas preguntas.

La tasa de cambio real de equilibrio (TCRE) corresponde al precio relativo entre bienes comercializables y no comercializables que garantiza el logro simultáneo del equilibrio interno (tasa de desempleo igual a la tasa "natural") y externo (saldo en cuenta corriente compatible con la entrada de capitales en el mediano plazo). La literatura actual en el área señala que la TCRE no depende de variables nominales (tasa de cambio nominal, oferta monetaria o déficit fiscal), sino que está determinada por el comportamiento de ciertas variables reales (**fundamentals**) tales

8. Los flujos de capital que ocurrieron durante los últimos años no se debieron a los diferenciales en las tasas de interés. También se afirma que no es conveniente liberalizar el sector financiero antes de que se consolide la apertura comercial. Sobre este debate ver Edwards (1985), Correa (1992), Cárdenas (1992), Calvo **et. al** (1992).

como el nivel de protección arancelaria y para-arancelaria, los términos de intercambio, el cambio técnico, la inversión y la **composición** del gasto público.

No obstante, la tasa de cambio real observada difiere en general de su valor de equilibrio, y está determinada por un conjunto de factores formalizados en la ecuación (2), donde Z indica el conjunto de políticas macroeconómicas observadas y Z* representa una determinada política consistente con el nivel de la TCRE; E corresponde a la tasa de cambio nominal.

$$\Delta TCR = \delta_0 (TCRE - TCR_{-1}) - \delta_1 (Z - Z^*) + \delta_2 (E - E_{-1})$$

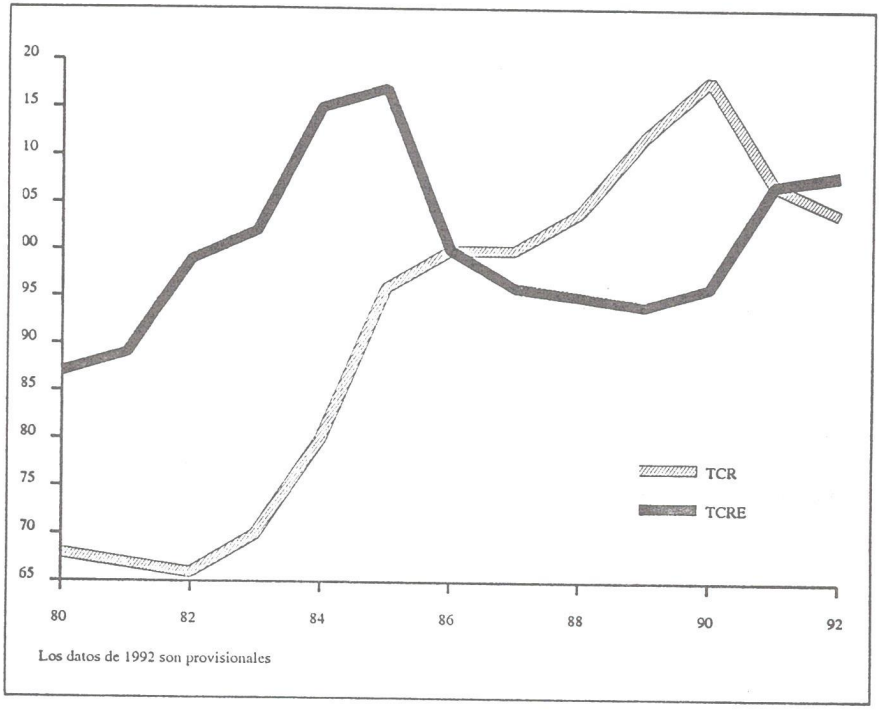
La ecuación (2) indica que el nivel de la tasa de cambio real (TCR) estará determinado por la interacción de tres fuerzas: i) un mecanismo automático de ajuste hacia el nivel de equilibrio (primer término del lado derecho), ii) las desviaciones ocasionadas por políticas fiscales o monetarias inconsistentes con un nivel dado de la TCRE; y iii) las devaluaciones nominales (E-E-1). El peso de cada factor dependerá de la situación concreta que vive la economía: el impacto de las políticas fiscales, monetarias, y cambiarias será nulo cuando el ajuste automático de la economía se produce en forma instantánea, y considerable en la situación contraria.

Con base en la ecuación(2) Echavarría y Gaviria (1992) estiman un modelo explicativo del comportamiento de la TCR en Colombia y derivan la tasa de cambio de equilibrio (TCRE) para el período 1980-92. En el Gráfico 2 se muestran las trayectorias de la tasa de cambio real y de la tasa de equilibrio suponiendo que ambas coincidían en 1986 (este es un supuesto aceptado hoy día en las discusiones sobre politica económica en Colombia). Se observa en el Gráfico que con posterioridad a 1986 comenzó a gestarse una subvaluación del peso que colocó la TCR de finales del 90 un 20% por encima de su nivel de equilibrio.

La tendencia parece haberse revertido por completo en el año 91: de un lado, la TCRE aumentó como consecuencia de la notable reducción en los aranceles y del deterioro en los términos de

• GRAFICO 2

TCRE Y TCR / COLOMBIA 1980-1992



intercambio[9] y, de otro, se presentó una caída en la TCR. Así, a finales del año 91 la TCR se encontraba, aparentemente, muy cerca de su valor de equilibrio, un resultado que contradice parcialmente las conclusiones de Villar y también las de estudios recientes (i.e. Herrera 1992) donde se habla de una subvaluación del peso respecto al dólar a finales de 1991.

9. La contribución de las distintas variables al movimiento ascendente en la TCRE entre 1990 y 1991 obedeció a los siguientes factores: aranceles (74%), términos de intercambio (46%), inversión (-23%), movimientos exógenos de capital (2%).

BIBLIOGRAFIA

Calvo, G., L. Leiderman y C. Reinhart, (1992), "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", (sin publicar).

Cárdenas, M., (1992), "Flujos de Capitales, Diferencial de Rentabilidad y Estabilización Macroeconómica en Colombia: 1991-1992", **Acumulación de Reservas y Política Cambiaria, Debates de Coyuntura Económica,** Fedesarrollo-Fescol, pp. 52-62.

Correa, P., (1992), "Paridad entre la Tasa de Interés Real Interna y Externa: Notas sobre el Caso Colombiano", **Coyuntura Económica,** vol. 22-1, pp.139-150.

Echavarría J.J., (1982), "La Evolución de las Exportaciones Colombianas y sus Determinantes. Un Análisis Empírico", **Ensayos sobre Política Económica,** vol. 2, pp. 257-290.

----- y A. Gaviria, "Los Determinantes de la Tasa de Cambio y la Coyuntura Actual en Colombia", **Coyuntura Económica,** Diciembre, 1992.

Edwards, S. (1989), **Real Exchange Rates, Devaluation and Adjustment,** The MIT Press, Cambridge, Ma.

----, (1985), "Money, the Rate of Devaluation and Interest Rates in a Semi-Open Economy: Colombia 1968-82", **Journal of Money, Credit and Banking,** vol. 16, pp. 59-68.

Herrera, S. (1992), "Qué tan Grande es el Desequilibrio Cambiario en Colombia?", **Ensayos sobre política económica,** No. 20

ANEXO
CUADRO A.1

CONTRIBUCION DE LAS DIFERENTES VARIABLES EXPLICATIVAS EN LA EVOLUCION DE LAS EXPORTACIONES MENORES

	CRECIMIENTO ANUAL (%) EN (X.Yp)	CONTRIBUCION (%) AL CRECIMIENTO DE (X/Yp)			
		Precios Relativos	Demanda Mundial	Costos	Protección
1967-74	9.34	3.9	2.3	0.6	2.5
1974-80	0.30	- 2.0	0.7	- 0.5	1.5
1984-89	7.98	3.8	1.5	0.3	2.3
1989-91	30.87	- 8.3	1.9	- 1.2	38.5

Fuente: Los valores para los precios relativos, la demanda mundial, y la protección fueron tomados de L. Villar (1992). La protección incluye el arancel, y el arancel implícito en el para-arancel.

Metodología:

Costos Unitarios: promedio ponderado del costo unitario de los salarios y del capital. El costo del capital fue obtenido mediante la fórmula Cu = (q/P) . (r+0.1)/(1-τ), donde 1 corresponde al deflactor implícito de la formación interna bruta de capital), P al deflactor implícito del PIB, 0.1 la tasa anual de depreciación, yτ a la tasa de impuesto a las utilidades (ver I. Faiboin (1990). Los ponderadores utilizados fueron 40% para los salarios y 60% para el capital.

Los cálculos se basaron en las elasticidades obtenidas en la columna (2) del cuadro 1.

III

LA APERTURA Y LA LIBERACION FINANCIERA EN COLOMBIA

MESA REDONDA

*Intervención de César González Muñoz**

1. QUE ES DESREGULAR?

Dada la gran cantidad de acepciones que tiene la palabra desregular, yo propondría que, en este caso, se hablara más bien de liberalizar. En efecto, el proceso de desregulación financiera se refiere a una redefinición de las reglas de juego del sector financiero, reduciendo al máximo el papel del Estado como regulador. No se trata, sin embargo, de permitir que el sector financiero quede a la deriva, sujeto tan sólo al libre juego del mercado. Al hablar de desregulación, entonces, nos estamos refi- riendo más a una disminución del grado de intervención del Estado en las actividades del sector financiero que al establecimiento de un mercado totalmente libre.

De otra parte, la liberalización hace necesario un esquema de banca universal y de prestación integrada de servicios financieros por parte de entidades reguladas y vigiladas por las autoridades de supervisión. Dentro de un marco de liberalización, la distinción entre banca universal y banca especializada pierde toda importancia; de lo que se trata es de establecer cuál es el esquema de banca

* Presidente de la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia

universal más apropiado dentro de una perspectiva de liberalización.

El esquema de grupos financieros, que es el que indudablemente existe actualmente en Colombia, es en mi opinión bastante adecuado. La legislación colombiana permite la existencia de una estructura de filiales, de conglomerados financieros centralmente dirigidos y manejados mediante filiales debidamente separadas en su contabilidad, en su administración, en su regulación y en su patrimonio para prestar servicios -estos sí- especializados. Este es, sin duda, un buen esquema de banca universal.

Al hablar de liberalización en el sector financiero es necesario referirse también a la política monetaria, si bien en estricto sentido ésta es ajena a la organización interna del sistema. Indudablemente, el primer paso en el proceso de reforma financiera es el de reestructuración del Banco de la República; actualmente se debate en el Congreso el Proyecto de Ley Reglamentaria del Banco de la República, lo que constituye un gran avance respecto a la posibilidad de instrumentar una política monetaria acorde con el proceso mismo de liberalización.

En efecto, liberalizar el sistema financiero requiere también de política monetaria liberal. Así, dentro del marco de modernización y liberalización medidas tales como el encaje, las inversiones forzosas y el control directo de las tasas de interés son claramente incongruentes. La situación actual, obviamente, está muy lejos de ser la ideal; los encajes permanecen en niveles demasiado elevados -incluso más que hace tres años, en promedio- y aún subsisten las inversiones forzosas. Existe una incompatibilidad entre los objetivos de la política y la aplicación de las medidas en lo que respecta a la política monetaria.

En Colombia, la calidad de la supervisión bancaria es, sin duda alguna, excelente. Sin embargo, uno de los mayores costos administrativos del sistema financiero se encuentra en el proceso de informar constantemente a la Superintendencia Bancaria acerca de todas las operaciones que se realizan al interior del sistema; esto no quiere decir que haya que disminuir la calidad de la supervisión sino de hacerla más racional y acorde con las nuevas circunstancias.

2. ES BUENO DESREGULAR ?

El principio de funcionamiento del libre mercado es bueno; lo que no es bueno, es pensar en el mercado como una fuerza absolutamente virtuosa y universal. Lo importante, en el caso del sector financiero, es encontrar un punto medio que permita a la sociedad gastar el mínimo de recursos posible en el proceso de intermediación. Y esta es una tarea que deben asumir conjuntamente el sistema financiero y las autoridades monetarias.

Es fundamental darle al ahorro canales institucionales mucho más ágiles. Un sistema financiero reprimido difícilmente podrá garantizar un volumen adecuado del nivel de ahorro. Simultáneamente, un sector financiero más libre, obliga a un mayor análisis y estudio del riesgo.

3. SOBRE LA COMPETENCIA

En Colombia ya se ha vuelto un lugar común referirse al sistema financiero como un oligopolio; con base en criterios como el de los altos niveles del margen de intermediación -no del todo válidas en términos conceptuales- se habla de que el sistema financiero sigue siendo ineficiente, que es necesario estimular la competencia y con ello se justifican medidas que facilitan el endeudamiento privado en el exterior.

Un análisis juicioso sobre este tema, obligaría a tomar en cuenta aspectos que van mucho más allá de la diferencia entre la tasa de interés activa y la tasa de interés pasiva. Yo me pregunto si es más alto un margen del 10% en Colombia que uno de 3 o 6% en países desarrollados con bajas tasas de inflación. Además, no puede olvidarse que el sistema está sujeto a una serie de restricciones como el encaje marginal, las inversiones forzosas, el reciente incremento de la posición propia, etc. No puede decirse, a priori, que el margen de intermediación es demasiado alto con respecto a otros países, olvidando las condiciones bajo las cuales opera el sistema en Colombia.

En este orden de ideas, hablar de la liberalización como el medio para exacerbar la competencia y acabar con el oligopolio del sistema financiero resulta por demás preocupante. Indudablemente es

necesario estimular la competencia en el sector financiero al igual que en los demás sectores de la economía; sin embargo es un proceso que deberá ser adelantado con mucha cautela, so pena de comprometer definitivamente no sólo el sistema financiero sino también los demás sectores de la economía.

4. LA POLITICA MONETARIA Y FISCAL

Dentro de este contexto de modernización y liberalización es fundamental que existan unas reglas claras de política económica. Liberalizar, no significa que el Estado deba retirarse del todo del manejo de la economía; se trata de que utilice los instrumentos adecuados y de que las autoridades económicas acumulen prestigio a base de credibilidad.

*Intervención de Mauricio Cabrera**

INTRODUCCION

Quiero, primero que todo agradecer a la Asociación Bancaria, a Cesar y Astrid, por esta invitación que para mí es un ejercicio excelente de nostalgia académica. Sin pertenecer al consejo de ancianos a que se hizo mención ayer, hace muchos años que vengo participando en estos simposios y encuentro siempre que son una oportunidad excelente de oir ideas, discutir nuevos enfoques y de ver hacia dónde va el futuro de los temas de la economía y la política.

Con respecto a la apertura y la regulación financieras, coincido con Cesar en que es mejor hablar de liberalización. Quiero hablar de dos temas relacionados con esta problemática. En primer lugar: ¿Cuáles han sido las consecuencias -y cuáles están siendo porque éste es un proceso que está en marcha- de la desregulación y de la liberalización financiera en Colombia en estos dos últimos años, en un contexto en que además de la parte reguladora hay un componente de cambio tecnológico muy importante. Y, en segundo lugar, quiero referirme al futuro, al debate que se está dando en este momento en el Congreso, no con toda la publicidad y participación de la opinión pública que debería tener, sobre la forma cómo debe darse la intervención del Estado en el sector financiero, a propósito del proyecto de Ley 101, presentado por el gobierno y que ya pasó el primer debate en el Senado. Creo que ese debate tiene unos aspectos muy importantes sobre los que debemos reflexionar

* Presidente Banco de Occidente

porque allí se está definiendo cómo van a ser las relaciones del Estado con el gobierno y viceversa en el futuro.

Antes de entrar de lleno en estos dos temas, quiero hacer algunas precisiones conceptuales, casi que de terminología e históricas. Lo primero es que de regulación en regulación, en una perspectiva histórica uno ve que hay temas de recurrencia cíclica. Haciendo una caricatura, uno podrá decir que cuando hay un ***boom***, cuando la economía está creciendo, se habla de desregulación y que cuando hay crisis se habla de la necesidad de la regulación. En el ***boom***, todo el mundo dice que se debe dejar actuar al mercado, que ya somos suficientemente maduros para que podamos hacer negocios, que el Estado no intervenga y nos deje trabajar. En la crisis, se dice que el Estado debe venir a salvar y rescatar el sistema y fijar las reglas para evitar los errores que llevaron a la crisis.

Si uno observa la historia, éste ha sido el comportamiento típico. La primera gran onda de regulación del sector financiero, en la forma como la conocemos hoy, se dio en la depresión de 1929, de acuerdo con el diagnóstico que se hizo del papel que tuvieron los bancos durante la crisis. La famosa Ley Glass Steagall en los Estados Unidos impuso una serie de normas, trabas y barreras en la operación de los bancos comerciales, creando la figura de la banca especializada que continua existiendo en ese país, a pesar de que evidentemente han venido cayendo muchas de las "barreras de fuego", como las han llamado allá, en los distintos sectores de la actividad financiera. Lo mismo ocurrió en la época posterior a la Segunda Guerra Mundial. Esa no fue una crisis solamente financiera sino también social y política. Con la guerra surgieron o continuaron y se implantaron con más fuerza regulaciones sobre los flujos de capitales. La famosa regulación Q, que estableció topes a las tasas de interés que podían pagar los bancos se reforzó en esta época. Más recientemente, en los ochentas, después de las crisis bancarias en varias partes del mundo, no solamente en América Latina, sino también en los Estados Unidos con los problemas de las instituciones de ahorro y préstamos (Savings & Loans Associationes), y la situación de los bancos acreedores de los países latinoamericanos, entre otros, surge un nuevo auge de la regulación que se plasma en parte en el famoso Acuerdo de Basilea y en el fortalecimiento de las actividades de supervisión alrededor de todo

el mundo. El reciente escándalo del B.B.C.I. contribuye a fortalecer este resurgimiento de la actividad reguladora.

El debate sobre la liberalización o desregulación hay que verlo en esta perspectiva histórica para no caer en fanatismos convencidos de que hay que liberalizar totalmente o de que todo tiene que controlarse. Estamos en un proceso que es histórico y las normas deben adaptarse. Colombia ha avanzado mucho de acuerdo con las circunstancias históricas y todavía hay otras cosas para avanzar. Por todo esto, creo que más de liberalización, se debe hablar de la intervención del Estado en el sector financiero. Este es un concepto mucho más amplio que el de regulación o liberalización. Esa intervención tiene tres formas diferentes que no se aclaran en las discusiones y por eso se genera confusión. Una es la regulación estructural, que dicta normas básicas de operación del sector financiero, tales como las características de la entrada y salida del mercado, las reglas del patrimonio básico y las actividades permitidas. La Ley 45 de 1990 es un ejemplo claro. La segunda forma de intervención es la supervisión y el control, ordinariamente en manos de Superintendencias Bancarias para el seguimiento en el día a día del cumplimiento de las normas; y la tercera forma de intervención es lo que yo llamaría la regulación operativa. En Colombia, esa función que durante mucho tiempo estuvo en manos de la Junta Monetaria, está hoy en las de la Junta Directiva del Banco de la República, que fija los parámetros de acción del sector financiero. Separando cada una de estas tres formas de intervención del Estado, es posible hablar sobre mayor intervención o mayor liberalización.

¿Por qué la intervención del Estado en el sector financiero es más importante que en otros sectores de la economía? Esta mañana, Rudiger Dornbusch habló de algunas economías latinoamericanas y de la importancia de la reforma financiera y la supervisión en esos casos. Además hay un concepto que siempre me ha parecido básico: en el negocio financiero nuestra materia prima no es el dinero, es la confianza, que es un bien público. Debe haber alguien que lo proteja porque, si no hay confianza, se cae todo el sistema financiero como un castillo de naipes y esta es la razón conceptual de la

necesidad de la intervención de una autoridad superior que tiene como su función constitucional la protección de un bien público.

Los reguladores siempre se enfrentan a la disyuntiva de desregular, para dar más eficiencia y competitividad al sistema financiero, por un lado, o de mantener la solidaridad, la solidez y la confianza de este sistema, por el otro lado. En cada momento histórico, la disyuntiva debe estar presente en las decisiones que se tomen sobre la forma de intervenir.

De otra parte voy a hablar de tecnología en este debate sobre la regulación porque pienso que nuestra materia prima no es el dinero sino la información. Un ex-presidente del Citibank dijo que "el dinero es información en movimiento" y aquí aparece la tecnología como un elemento definitivo, que debe ser tenido en cuenta tanto por los entes regulados como por los entes reguladores. La tecnología y sus cambios hacen que la intervención del Estado sea como dispararle a un blanco móvil: cuando dispara el blanco ya se ha corrido diez metros. La regulación debe ser entonces pragmática y seguir la evolución que va teniendo el sector financiero, que es siempre más rápida que la de las normas. El regulador debe promover la innovación, y proteger al mismo tiempo la solidez y la confianza.

LA BANCA COLOMBIANA EN LOS NOVENTAS: A BRAVE NEW WORLD

Hechas estas precisiones semánticas e históricas, quiero hablar de las consecuencias que está teniendo la liberación en el sistema financiero en estos dos últimos años. El subtítulo que le he puesto a esta parte de la charla es el título de la novela de Aldous Huxley, que se conoce aquí como "Un Mundo Feliz", pero cuyo título en inglés es "A brave new world".

Lo que está enfrentando el sistema financiero colombiano es un "brave new world," un mundo nuevo, de competencia, donde han caído muchas de las barreras que le protegían y ante las cuales debe responder de una manera eficiente.

Hace un poco más de un año en un seminario de Anif, dije que el negocio financiero de los noventas iba a ser distinto como conse-

cuencia del "revolcón". Hoy, un año después, creo que me quedé absolutamente corto en esta apreciación porque los cambios han sido mucho más rápidos de lo que yo esperaba. El negocio financiero hoy es muy distinto del del año pasado, porque los cambios han sido muy profundos y de gran alcance.

LA LIBERACION FINANCIERA

Hago una simple enumeración de algunas de las normas que han cambiado para ver su alcance y profundidad: 1) La ley 45, la reforma financiera; introdujo la libre entrada y salida en el mercado financiero, permitió la transformación y fusión de entidades y, en general alteró radicalmente el marco normativo del sistema financiero 2) La liberación de la tasa de interés de ahorro, por un decreto[1] cambió fundamentalmente las relaciones de competencia entre los bancos y las corporaciones de ahorro y vivienda. 3) Las modificaciones en la operación de estas corporaciones eliminó el cordón umbilical que las unía con el FAVI, las lleva a trabajar con una tesorería activa y no pasiva como antes y les otorgó libertad para hacer préstamos en distintos sectores de la economía. 4) La reforma cambiaria abrió a las entidades autorizadas un mundo nuevo de oportunidades en el negocio de compra y venta de divisas, pero también creó más competencia al abrir la posibilidad de obtener financiación externa para el sector privado (Resolución 7 de 1992). 5) La nueva Constitución crea la junta Directiva del Banco de la República otorgándole mayor estabilidad y autonomía que la que tuvo la Junta Monetaria durante 25 años. 6) Se abrió totalmente el sector financiero a la inversión extranjera. 7) Las reformas del mercado de capitales crearon estímulos tributarios, simplificaron las normas para la emisión de bonos, papeles comerciales y acciones preferenciales, entre otros, dando ocasión al surgimiento de nuevos instrumentos que compiten con las modalidades de financiación que ofrecen los bancos y a la introducción de nuevos agentes en el mercado. Inclusive el gobierno empieza a emitir títulos de mediano y largo plazo que hace un año y medio no existían, y surgen los fondos de cesantías como inversionistas institucionales, que mane-

1. Decreto 2994 de 1990, de diciembre 14. (Nota de la Editora)

jan un volumen importante de recursos y que con la reforma del sistema de seguridad social pueden llegar a mejorar más su posición en el mercado. Esta simple enumeración muestra la profundidad de los cambios.

CONSECUENCIAS DE LA LIBERACION FINANCIERA

La conclusión es clara, ha aumentado la competencia, tenemos hoy más competencia intrasectorial en el sector financiero, nuevos intermediarios, y bancos extranjeros con participación de hasta el 100% de la propiedad, en tres instituciones nuevas. Las nuevas operaciones permitidas aumentan la competencia intersectorial.

Además en el mercado bursátil, los crecientes volúmenes de las transacciones de una u otra manera disminuyen las posibilidades de intermediación de los bancos.

Este aumento de la competencia y de la desintermediación no es un fenómeno totalmente nuevo. Los bancos manejaban en 1971 el 63% de los activos financieros. En 1976 después, de la creación de las corporaciones de ahorro y vivienda, pasaron a manejar el 46%. Entre 1982 y 1990, retuvieron entre el 35 y el 38% del total de activos. Sin embargo los datos del último año muestran que los bancos hoy están manejando sólo el 25% de los activos financieros, es una caída dramática, es casi la tercera parte de lo que tenían hace 20 años y diez puntos por debajo del registro de hace dos años. Las corporaciones financieras en 1970 retuvieron el 25% de los activos financieros y hoy sólo tienen el 3.5%. Estoy hablando de cuasidineros de intermediación del Banco de la República, de la FEN, de todos los activos negociables. Las corporaciones de ahorro y vivienda han ganado en este proceso puesto que en 1970 no existían y hoy manejan el 32% de esos activos. El gobierno, incluido el Banco de la República, es el otro ganador: hoy tiene el 32% de los activos que se comercializan en el mercado, bien sea en certificados de cambio, títulos de participación, etcétera.

Esta no es una tendencia reciente, viene de hace varios años, pero es claro que se ha reforzado con la decisión política expresa del gobierno, a partir del diagnóstico de que el sector financiero es incompetente e ineficiente. Su objetivo claro es aumentar la eficien-

cia y la competitividad del sector financiero mediante todas estas normas que he mencionado. Otro objetivo es la solidez patrimonial de las entidades con lo cual se establece una diferencia con la liberalización financiera de finales de los setentas y principios de los ochentas en países como Estados Unidos. Allá se hizo liberación sin exigir mayor solidez patrimonial y eso fue lo que llevó a la crisis. En Colombia, esta política se da en el marco del Acuerdo de Basilea y la liberalización va acompañada de esta mayor exigencia de solidez patrimonial que permite prever que no se van a presentar elementos catastróficos como los de otros países.

Con respecto a la eficiencia y a lo que decía Cesar no estoy muy convencido sobre si es lo mismo un margen del 15% sobre 100% o 1.5% sobre 1% o sobre 10%, tengo muchas dudas allí. Lo que sí es claro, es que en un contexto inflacionario se requiere un mayor retorno sobre activos en el sector financiero debido a la existencia de la relación capital a activos. Este es un tema que no ha sido discutido y que el gobierno no mira en sus planteamientos. Si la inflación del país es un 30%, y si suponemos, para hacer fácil los cálculos, que la relación es 1 a 10, para tener una rentabilidad positiva en términos reales sobre capital, necesitamos una rentabilidad sobre activos mínimo del 3%; si la inflación es 10%, para tener una rentabilidad de capital positiva para una relación 1 a 10, el retorno sobre activos puede ser sólo de 1%. Es decir, en situaciones inflacionarias se necesita tener un mayor retorno sobre activos y un mayor margen de intermediación; en la medida en que baje la inflación, el sector financiero puede aspirar también a ser más eficiente y trabajar con menores márgenes, Además, hay otra contradicción en la política: para bajar el margen inicial más eficiente, se necesita aumentar el volumen de operación, pero lo que se observa en Colombia es que el volumen total de las operaciones de los bancos no aumenta como podría aumentar.

LAS TENDENCIAS INTERNACIONALES

Este proceso no sólo se da en Colombia, se está dando en todos los países, igual de rápido y es irreversible. El sistema financiero está entrando al mundo de la competencia. La función básica de la intermediación de los bancos está en crisis, tomar depósitos y hacer

préstamos, intermediar plazos, riesgos, y cuantías, es decir transformar dinero y ahorro en inversión y capital. Todos los aquí presentes convendrán en que por esta encomiable labor social, el sector merece un razonable margen.

Además los bancos tienen la misión de vigilar el crédito y de hacerle un seguimiento. Esta misión está haciendo crisis, por lo que ha aparecido la "titularización", como una opción a la intermediación financiera. Esta noción tiene dos acepciones: en primer lugar, es la emisión directa de títulos valores por parte de las empresas que se hace sobre la base de estudios de crédito, realizados por agencias especializadas. Se elimina totalmente la función del intermediario. Ya no hay intermediación de plazos porque el que compra los títulos puede tener un portafolio con diversos plazos y porque hay mercados secundarios. No se intermedia el riesgo, porque existen las agencias que los califica. Como consecuencia el margen que antes ganaba el banco, hoy se distribuye entre los prestamistas que pueden captar más baratos los fondos y los prestatarios que tienen un mayor retorno sobre sus ahorros. Además, y esto es muy importante, se simplifica mucho más la función del regulador, es más más fácil regular un intermediario de bolsa que sólo está haciendo la función de corretaje y vigilar la calidad de la información de las empresas emisoras que supervisar a los bancos.

La otra acepción del término es la transformación de activos de entidades financieras, la titularización que se hace con activos de cartas de crédito y con hipotecas por ejemplo. Se están transformando activos con un flujo de caja definido en nuevos títulos que se venden sobre la base de este flujo. Es una ventaja para los bancos en la medida en que posibilita la cesión del riesgo y tienen menores requerimientos de capital para una relación dada de capital a activos.

Hay factores adicionales que tienden a poner en crisis la función de intermediación financiera, como es la creación de fondos mutuos, que permite a los pequeños inversionistas participar en este mercado de títulos, la actuación de empresas comerciales que funcionan como bancos al otorgar directamente crédito a los consumidores y la operación de muchos emisores de tarjetas de crédito no ban-

carias. Inicialmente se pensó que los bancos se podían refugiar en el crédito al consumidor, pero ese sector está cada día más competido.

Los bancos, a nivel mundial tienden a convertirse en administradores de portafolios de inversión como muestran algunos indicadores:

- El componente diferente de intereses ha venido disminuyendo en los balances de los bancos. En Francia los ingresos brutos distintos de los intereses en 1980 sumaron un 14% del total y en 1990 un 20%. En Alemania ese porcentaje pasó de 30 a 37%, entre las dos fechas; en Japón de 20 a 24%, en el Reino Unido de 36 a 40% y en Estados Unidos de un poco menos de 29% a 33%. En Colombia curiosamente, la participación de los intereses en el ingreso de los bancos se ha mantenido alrededor del 55% durante el último decenio. Dentro del total de ingresos, los intereses han subido del 54 al 56%, en diez años lo cual me sorprende porque muestra que todavía no hemos sentido los efectos de fondo de la desintermediación, pero que esto no quiere decir que no sobrevendrán.

Por el contrario la participación de los intereses en los ingresos financieros de los bancos colombianos era subido en ese mismo período: en 1980 fue del 73%, y hoy es del 80%, la explicación es que se ha hecho una "canivalización" del mercado de comercio exterior, lo que ha disminuido las comisiones provenientes de estos negocios.

EL DESARROLLO TECNOLOGICO: UNA COMPLICACION ADICIONAL

El debate sobre la regulación se complica cuando se toma en cuenta el desarrollo tecnológico por cuatro razones: 1) porque el desarrollo tecnológico ha cambiado la definición del negocio bancario, las funciones de los bancos, el concepto de los medios de pago, la gama de productos y sus medios de distribución de los productos. Ahora tenemos cajeros automáticos, redes de P.O.S.[2], banca del hogar, tarjetas inteligentes, audiobanco etcétera. 2) Al introducir cambios tan radicales en la función bancaria, el desarrollo tecnoló-

2. Points of sales: Puntos de venta (Nota de la editora)

gico modifica los objetivos de la regulación. Como decía antes, la cantidad de innovaciones financieras que permite la nueva tecnología hace que regular el sistema financiero sea como dispararle a un blanco móvil. 3) La tecnología permite también incrementar la competencia, porque se han disminuido de forma tal los costos por transacción que antes eran monopolio de los bancos, que hoy en día las barreras de entrada se han visto sustancialmente reducidas. 4) La tecnología es cotosa los bancos de los Estados Unidos han invertido en los últimos veinte años, desde que empezó el *boom* de los computadores, US$200 mil millones en tecnología, o sea cuatro veces y medio el producto interno colombiano. Sólamente en 1991, invirtieron US$14 mil millones en tecnología.

En Colombia no hay datos. Creo que sin ser escéptico de los modelos econométricos, investigar el costo de la inversión que ha hecho el sector financiero en sistemas, podría aportar más luces sobre el tema del comportamiento bancario. Calculo que el sector financiero colombiano ha invertido en los últimos cinco años del orden de US$40 ó US$50 millones por año en tecnología. Estas son inversiones que difícilmente se encuentran en otros sectores y cuyo costo tiene estrecha relación con los márgenes y las utilidades. Valdría la pena que se haga un estudio a fondo sobre ésto.

El costo de instalación de una oficina automatizada, con computadores en las cajas, etc., fluctúa entre US$80 y US$100 mil?. Si se piensa que el sector financiero colombiano tiene unas 4.000 oficina, aunque no están todas automatizadas, se puede pensar en lo que significa el costo de lo que se ha hecho y de lo que falta por hacer.

En conclusión: la banca y el sistema financiero colombiano en general, está enfrentando un mundo complejo de mayor competencia, como efecto de la liberalización financiera y como efecto del desarrollo tecnológico. Es responsablidad de los bancos, prepararse para afrontarla y creo que más allá de las discusiones sobre si somos oligopolio o no, tenemos el reto de ser más eficientes y de disminuir costos. También los reguladores y el gobierno deben prepararse para continuar profesionalizando cada vez más su intervención y para resolver progmáticamente y de acuerdo al momento histórico, la disyuntiva entre solidez y entre confianza y libertad y eficiencia.

El gobierno también debe hacer equitativa la competencia, porque peleas de "toche con guayaba madura" no son buenas para la competencia y si el sector financiero sigue excesivamente regulado en materia de encaje, de controles a las tasas de interés, etc, no podrá competir eficientemente con los nuevos intermediarios que están surgiendo y con las nuevas formas de desintermediación que cada día se consolidan en el país.

COMENTARIOS AL PROYECTO DE LEY 75, INTERVENCION DEL ESTADO EN EL SECTOR FINANCIERO

El proyecto de Ley 75, en desarrollo de las normas constitucionales, busca establecer el marco de referencia legal del gobierno para intervenir en el sector financiero. Dice la Constitución que el gobierno intervendrá en el sector financiero de acuerdo con las normas de la Ley, es decir, con las que dicta el Congreso. En este sentido se asemeja en cierta manera a una Ley Marco.

Los objetivos son generales, no tienen problema. En el proyecto se distinguen dos aspectos: a) La intervención, que es equivalente en el contexto del proyecto a la regulación y b) La inspección, la vigilancia y el control, que es la función específica que se quiere asignar a la Superintendencia.

Para la regulación se establecen distintas funciones. En concordancia con la legislación, unas son las funciones del Congreso, otras las del gobierno y otras las de las Superintendencia Bancaria. Aquí no se tratan las funciones de la Junta Directiva del Banco de la República, porque son tratadas en otra Ley. Pero allí hay conflictos y contradicciones.

Uno de los problemas que encuentro en el Proyecto, es que no hay diferenciación en las funciones en el tercer nivel de intervención del Estado, que esas funciones son: la regulación estructural, la supervisión y la vigilancia y la regulación operativa. El tema de la regulación operativa no se trata aquí específicamente.

En cuanto a la función del Congreso, se trata de que fije los parámetros generales respecto a los criterios, a los objetivos de la intervención y esto es importante para que haya estabilidad normativa. Sin embargo, una primera crítica al Proyecto de Ley, no al presentado por el gobierno sino al que salió del primer debate, en el Congreso es que se convirtió en un "caldo de micos" en el sentido textual de la frase; de ser un proyecto orgánico, con cosas con las que uno puede estar de acuerdo o no, pero que era conceptualmente coherente, se pasa a un proyecto que preserva que tiene una parte y adiciona una serie de "micos" colgados por intereses y presiones tales, que una casi podría identificar cada artículo con nombre propio.

No quiero discutir sobre los artículos; muchos de ellos son válidos. Lo que me parece grave es que la discusión de las leyes en Colombia se convierta en foro de discusión de intereses particulares. No tiene sentido y es muy peligroso, que en la discusión de un proyecto de Ley Marco, se acaben poniendo normas tan puntuales como decir por ejemplo cuánto tiempo puede diferirse en el estado de pérdidas y ganancias los gastos de fusión de las entidades bancarias. Este sistema de **lobby** es muy peligroso, porque puede llevar a incluir cosas catastróficas para el sector financiero. Hay temas allí como la refinanciación de los cafeteros y de los ganaderos para ejemplificar esta afirmación.

Al gobierno nacional se le atribuyen por exclusión, todas las demás funciones regulatorias que no le corresponden al Congreso. Aquí yo veo varios problemas:

1- La no especificación de las funciones que le corresponden al gobierno, a la Superintendencia Bancaria y a la Junta Directiva del Banco de la República, en este proyecto, en la Constitución, en el régimen actual y en el Proyecto de ley del Banco de la República da lugar a confusión. Por ejemplo, en el proyecto de intervención se propone que fijar plazos de las operaciones, clases, montos de las garantías exigidas para cada operación, sea función del gobierno. Hoy es de la Junta Directiva del Banco de la República, ¿A quién le va a corresponder en últimas esta atribución?

Se dice que es función del gobierno limitar el volumen de préstamos de las corporaciones de ahorro y vivienda, hoy esto corresponde a la Junta Directiva del Banco de la República.

Se dice que determinar el margen de solvencia y del régimen de inversiones de las actividades aseguradoras, es función del gobierno, hoy es competencia de la Superintendencia Bancaria.

2- El hecho de que la Superintendencia Bancaria se convierta en una pura entidad de vigilancia es problemático porque pasaríamos de tener una superintendencia a tener una intendencia. La razón es que se aduce que la entidad la que dicta las normas y la que las vigila no deben ser la misma. Teniendo una simpatía hacia este concepto, creo que esa diferenciación tiene ciertos aspectos válidos. Pero hay más razones en contra. Quien hace las normas, debe tener un conocimiento muy detallado de la operación del sistema y sólo lo tiene quien vigila y controla, sobre todo en un sistema sujeto a tantas innovaciones y tan cambiante como la Superintendencia.

Lo que propone el Proyecto es sustituir la Superintendencia por un viceministerio técnico del Ministerio de Hacienda. Si estamos pasando de la discrecionalidad de una persona, hoy Superintendente Bancario, a la discrecionalidad de otra persona, nuevo viceministro de Hacienda, me quedo con el Superintendente Bancario.

La regulación del sistema financiero debe ser responsabilidad de un cuerpo colegiado, no puede ser el punto de decisiones unipersonales. La experiencia de la Junta Directiva del Banco de la República, a pesar de algunos errores que ha tenido, es excelente y nos muestra las bondades de un cuerpo colegiado encargado de la regulación de temas de tanta profundidad y alcance como la política monetaria.

Mi propuesta sería que la regulación del sistema financiero esté en manos de un cuerpo colegiado,de una comisión de regulación de la que debería hacer parte, de manera esencial, el Superintendente Bancario, el Gerente del Banco de la República, el Ministro de Hacienda y algunos asesores. Seguiría teniendo los mismo poderes discrecionales de hoy en día, pero ya no serían los de una persona sino las de un grupo.

En cuanto a la propuesta del Viceministerio Técnico en Hacienda, pienso que sí se necesita otro Viceministerio, pero la diferencia

no se debería hacer entre lo técnico y el resto. Sería por ejemplo uno técnico y uno jurídico, para citar una sola posibilidad. Pienso que los Viceministerios en el Ministerio de Hacienda, deben distinguirse verticalmente, debería haber por ejemplo, un viceministerio para cuestiones fiscales: impuesto y gasto público, y otro para cuestiones financieras y de crédito interno y externo. Así como está propuesto, el viceministerio que no es técnico tendría que resolver los problemas que no quisieran tratar el Ministro o el Viceministro técnico.

3- Se propone que se deje captar a las compañías de leasing. El problema está mal enfocado. El error principal que se dio proviene de cuando no había libertad de entrada al sector financiero y la gente trataba de entrar por la puerta de atrás. En los setentas fueron las compañías de financiamiento comercial, luego las sociedades fiduciarias, y finalmente las compañías de Leasing.

Hoy que ya hay libertad de entrada al sector financiero, con unos requisitos específicos, se debe apuntar hacia donde es y volver a lo que nunca ha debido dejar de ser: a que las corporaciones financieras que son las entidades con una orientación hacia los créditos de largo plazo, sean las que puedan hacer leasing. Hay una situación creada, ya hay una cantidad de compañías de Leasing, a las que les queda muy difícil convertirse en corporación financiera. Hay que buscar una solución transitoria para ellas que puede ser la de convertirse en compañías de financiamiento comercial. No hay ninguna razón por la cual las corporaciones financieras no puedan hacer Leasing y si actuamos en la dirección adecuada nos evitamos, en aras de la eficiencia, tener que montar una estructura administrativa y unas estructuras de captación y de colocación nuevas, adicionales a las de las corporaciones financieras.

El cuerpo de regulación debe entonces ser colegiada y la persona que haga la regulación debe conocer muy a fondo el sistema y su operación; debe ser el mismo el que vigila y controla, para evitar errores como los recientes que hemos tenido, por ejemplo con la Resolución 32, que tiene problemas logísticos y operativos muy complicados: el tema del promedio semanal, el tema de la inclusión en el mismo paquete las colocaciones de tarjeta de crédito y las colocaciones ordinarias. Una entidad de regulación que conociera

bien cómo funcionan los bancos, seguramente no habría cometido esos errores.

Respecto al tema de la estabilidad de las tasas de interés, Roberto Junguito afirmó en este Simposio que la posición de la Junta Directiva es que lo más importante es controlar el precio de la tasa de interés y no la cantidad de dinero. Lo que no nos dijo es por qué se fueron todos de vacaciones en agosto y dejaron posiblemente de encargado al portero del Banco de la República que le dio por controlar los medios de pago y disparar la tasa de interés.

De nuevo un mayor conocimiento de la operación del sistema financiero, hubiera permitido evitar este tipo de errores.

En conclusión, creo que nos estamos asomando de una forma muy rápida a un mundo nuevo de competencia. Hay retos muy interesantes, y una labor por hacer. Como bancos y como entidades financieras tenemos que asumir un compromiso importante para mejorar nuestra eficiencia y disminuir nuestros costos. Esperamos que la posición del gobierno sin ser dogmática ni conceptual, sino una posición muy pragmática, encuentre unos sistemas de intervención en el sistema financiero, que permitan un desarrollo más ágil hacia el futuro.

*Intervención de Néstor Humberto Martínez Neira**

He aceptado con complacencia la invitación de la Asociación Bancaria de Colombia para participar en esta mesa redonda sobre "La apertura y la desregulación financieras". Con ocasión del XIII Simposio sobre Mercado de Capitales. El tema es ciertamente sugestivo y rico en materia. Y mis compañeros de panel reconocidos académicos e investigadores del sector financiero. Todo lo cual hace especialmente grata nuestra intervención en esta jornada.

EL SECTOR FINANCIERO YA NO ES EL MISMO

Apertura, desregulación y liberación financieras son solo voces que se han acuñado en nuestro diario lenguaje para caracterizar un mismo proceso: la modernización del sector financiero. Modernización que se funda en la capacidad de la actividad privada para que, en un entorno más libre y competitivo, se pueda lograr una mayor profundización financiera en nuestra economía, sin menoscabo de los principios fundamentales de la regulación prudencial en materia bancaria. Sólo así, se ha entendido, podremos crear las condiciones necesarias para lograr mayores tasas de ahorro interno y un mayor volumen de recursos de crédito para el sector productivo en condiciones y términos financieros que no le resten competitividad a nuestra industria en los mercados internacionales.

* Miembro de la Junta Directiva del Banco de la República.

Las opiniones aquí expresadas comprometen únicamente a su autor y no corresponden necesariamente al pensamiento de la Junta Directiva del Banco de la República.

Ya no nos corresponde hablar de **lege ferenda** sobre la conveniencia o inconveniencia de este proceso. El mismo ya se ha iniciado y se nos revela con una dinámica particular. Lo cierto es que, en las condiciones actuales, el sector financiero ya no es el mismo de antes. Aunque resulta prematuro juzgar los alcances de la reforma financiera emprendida durante los últimos años, en particular porque su propio inicio coincidió con el establecimiento del encaje marginal, lo cierto es que durante los últimos meses se advierten en su interior cambios fundamentales, estructurales, a grandes velocidades:

- La competencia en el mercado es una realidad que percibimos en forma creciente. En especial la competencia interna por el ahorro y el crédito comercial preferencial y de consumo es cada vez más intensa. Los mercados cautivos han desaparecido.

- El sector bancario doméstico acusa los efectos de la competencia de la banca internacional, como resultado de la autorización a los residentes en el país de contratar créditos con el exterior para financiar gastos correspondientes a proyectos de inversión en activos fijos productivos y capital de trabajo. En apenas nueve meses de vigencia de la Resolución 7 de 1992 de la Junta Directiva del Banco de la República, los créditos externos registrados equivalen al 7.3 % de la cartera bancaria. Y los créditos monetizados hasta la fecha representan el 27% de los créditos otorgados por el sistema bancario durante lo corrido del año en curso[1].

De esta suerte los bancos han perdido parte de su mercado de crédito triple A y se han visto forzados a penetrar en otros, ofreciendo en conjunto mayores alternativas de financiamiento al sector real. Inclusive, en reciente encuesta de Fedesarrollo se ha dicho que los pequeños y medianos industriales, en contraste con el pasado, experimentan la existencia de mayores fuentes crediticias.

- Adicionalmente a lo anterior, resurge con gran vigor el mercado de capitales, constituyéndose de esta manera en otro recurso de financiamiento distinto al crédito bancario. Esta modalidad de desintermediación, a través de mercados formales, ha crecido en un 137% con relación a 1991. Hasta octubre han sido autorizadas

1. Al 27 de octubre de 1992 los créditos registrados de Resolución 7/92 llegan a la suma de US$ 366,7 millones y se han monetizado US$ 223,5 millones.

ofertas públicas por $ 209.342 millones, vale decir el 36% del crecimiento de la cartera de los bancos en estos meses. (Cuadro 1).

La titularización, que se habrá de consolidar con el proyecto de ley en curso sobre la actividad financiera, abre nuevos horizontes y mejores perspectivas al mercado de valores.

Y todo ello ha ocurrido en el marco de una política anti-inflacionaria que gana credibilidad y de tasas de interés que, por virtud de su carácter sostenido, y en modo alguno episódico, favorecen inequívocamente los mercados financieros de largo plazo.

- La importancia relativa del crédito como fundamento de la rentabilidad bancaria comienza a perder importancia. Ya por hoy otro tipo de negocios son determinantes del resultado patrimonial de los bancos. Por ejemplo, luego de la descentralización del mercado cambiario, en 1991, el margen cambiario de aquéllos ha adquirido mayor relevancia por su contribución al margen operacional; mientras el margen cambiario contribuyó al margen operacional de la banca en 1990 en un 2%, en 1991 representaba el 7.3%, y para el primer semestre de 1992 ya ascendía al 12%. Es más, el margen cambiario obtenido por los bancos en los primeros seis meses del año equivale al 74.5% de las utilidades correspondientes al mismo período[2].

Y no dudamos en que la cotización de los servicios financieros al PyG del sistema será cada vez mayor, por el desarrollo que habrá de darse entre nosotros de la banca de inversión.

- Los usuarios del sector empiezan a recibir los beneficios de la reforma. Por la competencia su poder de negociación ha aumentado y en la actualidad pueden gozar de la prestación de servicios financieros integrados, una vez removidas las más caracterizadas barreras de la banca especializada[3]. Ello como resultado de la autorización a los establecimientos financieros para actuar en toda clase de operaciones activas y por la incursión de los bancos en otros negocios financieros no estrictamente bancarios. Y en las redes bancarias ya se ofrecen diversos productos financieros, habiendo

2. Según cifras de la Superintendencia Bancaria, el margen cambiario a 30 de junio de 1992 de los bancos comerciales es de $75.310 millones. Para todo 1991 fue de $49.799 millones.

3. Ver nuestro trabajo al II Congreso Nacional del Ahorro. DE LA BANCA ESPECIALIZADA A LOS GRUPOS FINANCIEROS. (1992).

CUADRO 1

OFERTAS PUBLICAS AUTORIZADAS EN 1992 · (Porcentaje)

CLASE DE TITULO	Número 1992	Valor $ MILLONES	Número 1991	Valor $ MILLONES	Variación	Año completo 1991 Número	Valor	1990 Valor	1989 Valor	1988 Valor	1987 Valor	1986 Valor
ACCIONES	32	80.580	27	33.349	141,6%	33	43.145	29.506	22.164	24.295	25.663	15.401
BONOS ORDINARIOS EMPRESAS PRIVADAS	17	49.344	1	600	8124,0%	1	600	15.000	30.950	3.424	3.798	270
B.O.C.A.	2	10.318	1	3.000	N. S.	1	3.000	0	9.350	2.950	7.062	20.480
BONOS ENTIDADES PUBLICAS	3	41.700	6	30.600	36,3%	8	36.600	12.642	4.00	2.000	0	0
PAPELES COMERCIALES	12	27.400	9	20.450	34,0%	10	21.450	0	0	3.000	0	0
TITULOS DE AHORRO EDUCATIVO	0	0	0	0	0,0%	0	0	5.000	0	0	0	0
TOTAL	66	209.342	44	87.999	137,9%	53	104.795	62.148	66.464	35.619	36.523	36.151

FUENTE: Superintendencia de Valores - División de Ofertas Públicas

sido más recientemente autorizadas para colocar valores y, más tarde, con certeza, para ofrecer seguros generales y de vida, como ocurre en el mundo entero.

- Existe una mayor cultura financiera de la sociedad, que se manifiesta en la preferencia del público por los productos que remuneran los saldos líquidos. Por tal motivo, los bancos han tenido que salir a competir durante este año con las corporaciones de ahorro y vivienda y los fondos comunes ordinarios de las sociedades fiduciarias, a través de las cuentas de ahorro, cuyo saldo actual es equivalente al 52% de las cuentas corrientes del sistema[4].

El resultado de esta estrategia competitiva se refleja en un incremento del costo de sus recursos. Así, mientras los intereses pagados por los bancos representaban el 4.4% de los activos promedio para los meses de enero a junio de 1991, dicho guarismo se aumentó al 5.1% para el mismo semestre de 1992, no obstante no resultar comparativos dichos períodos por razón del nivel de las tasas de interés observado entre los mismos.

- A todo lo anterior hay que añadir los esfuerzos que en materia tecnológica realiza el sistema, que son el soporte esencial de sus innovaciones financieras.

En fin, estamos en presencia de un mercado en ebullición. Cambiante y por definición expuesto a mayores riesgos. Por tal razón me parece muy útil orientar mi intervención al examen del comportamiento y la actitud de la sociedad, las autoridades y las instituciones frente a los nuevos riesgos, la nueva realidad.

LA SOCIEDAD: SIN PERCEPCION DE LOS RIESGOS

Uno de los resultados más perversos de la crisis de los años ochenta es que marchitó en la comunidad la noción de los riesgos financieros. Como el gobierno salió al rescate del sector, los particulares no obtuvieron las pérdidas que en condiciones de mercado tendrían que haber soportado. Posteriormente el legislador creó el Fondo de Garantías y el Seguro de Depósitos y así se hizo explícita la garantía del Estado sobre la solvencia de los establecimientos de crédito.

4. El saldo a 10 de octubre de 1992 de los depósitos de ahorro tradicional de los bancos asciende a la suma de $ 1.038.140 millones.

En estas condiciones, a los ahorradores poco o nada les interesa indagar sobre los riesgos que toman al suscribir un activo emitido por un banco o una corporación . Y aunque el seguro sólo garantiza hasta el 75% de los depósitos que no exceden de $10.000.000, lo cierto es que la cobertura se extiende a más del 90% de los titulares de cuentas y depósitos bancarios, si bien este porcentaje no ampara el mismo volumen de los depósitos[5].

Particularmente creo necesario escrutar hasta dónde los postulados de la ley 117 de 1985 son compatibles o consistentes con el nuevo modelo financiero.

Sus defensores, aún frente al nuevo esquema, opinan que los mismos no resultan disonantes porque frente a casos individuales y en las primera oportunidades que se presenten no habrá salvamento de las instituciones financieras. Así, dicen, recobrará vigencia el concepto de "libertad de salida" en el sector financiero, y con él comprenderán los ahorradores que el riesgo de solvencia subsiste en el mercado. Con lo cual concluyen residualmente que el sistema de apoyo habrá de aplicarse frente a crisis generalizadas, respecto a las cuales, es mi opinión, dado su carácter catastrófico, siempre resultarán insuficientes las reservas acumuladas. Entonces para qué un instrumento de esta naturaleza, si no es para vincular formalmente la política fiscal de un país a la estabilidad de su sistema financiero.

Aunque se han dispuesto mecanismos para romper la asimetría de información que existe en el mercado financiero, realmente dudamos del provecho que en las condiciones actuales derivan los ahorradores acerca del conocimiento que hoy obtienen sobre estados financieros e indicadores de desempeño de los establecimientos de crédito, cuando su único criterio de inversión sigue siendo la rentabilidad ofrecida.

Inclusive, obnubilados por la rentabilidad, los inversionistas no disciernen siquiera acerca de los productos que demandan. Ello ha quedado en evidencia, por ejemplo, con ocasión del reciente "boom" de los fondos comunes de inversión; difícilmente un fideicomitente de un fondo realmente conoce los alcances de su operación o logra

5. De un total de 6.862.111 cuentas y depósitos bancarios a junio de 1992, 6.810.331 cuentas tenían un valor inferior a $ 10.000.000 (Fuente: Sistema Financiero - Informe Trimestral- Superbancaria).

distinguir la naturaleza de su aporte con relación a un depósito bancario, tanto más cuando la expresión objetiva de su relación contractual se mimetiza en una libreta de características idénticas a las que se emiten por virtud de los contratos de ahorro. Y, por supuesto, desconoce los riesgos que está asumiendo en términos de rentabilidad o de liquidez de su inversión.

La disciplina de mercado reclama, entonces, mayores avances a este respecto.

EL PAPEL DE LAS AUTORIDADES

Ahora bien, en el nuevo escenario las autoridades tienen el deber de proveer al sector de una reglas claras, que den cauce a la libertad y la autonomía gerencial y que propendan al mismo tiempo por el fortalecimiento de aquellas que dicen relación con la solvencia, la liquidez y la dispersión de los riesgos. La desregulación no debe ser malentendida. No se trata de crear condiciones que hagan posible el relajamiento de los cánones que indica la ortodoxia. En este sentido es ejemplarizante lo ocurrido en Estados Unidos con las savigns and loans y en los sistemas financieros del cono sur a comienzos de los años ochenta.

Soy el primero en reconcer que además de normas claras, éstas deben ser estables. Es apenas natural que el sistema reclame firmeza en las reglas de juego, para facilitar la planeación de su actividad. Su mutabilidad puede hacer más crítica la administración de los riesgos. Por ello hay que saludar con beneplácito la iniciativa gubernamental de convertir en ley todo el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y reducir a su máxima expresión las facultades regulatorias del gobierno. En el mismo sentido resulta plausible que las funciones de intervención sobre el sector financiero no se compartan con el Banco de la República, como ha quedado previsto en los proyectos de ley en curso[6], para evitar conflictos de competencia, lo cual se traducirá en una mayor transparencia del régimen regulatorio y evitará, por lo demás, contaminar la política monetaria frente a crisis del sector.

6. Se anota sin embargo que los proyectos sobre el Banco de la República y de intervención en la actividad financiera, pueden dar lugar a una colisión de competencia en materia de dirección del crédito, al prever sendas competencias para el Banco y el gobierno sobre esta materia.

Se hace prioritario exhortar igualmente a las autoridades para que en ejercicio de sus atribuciones cuiden celosamente de mantener una milimétrica simetría regulatoria con el resto del mundo y no aboquen a las entidades a tomar mayores riesgos con sus disposiciones.

De un lado porque frente a los retos y consiguientes dificultades que plantea para nuestra industria financiera la globalización de los mercados, no pueden crearse privilegios en favor de la banca extranjera, gravando con normas más rígidas la actividad de las entidades nacionales, con lo cual se favorece el desarrollo de un arbitraje de carácter reglamentario en beneficio de las instituciones del exterior. Por ello mismo la reducción de los altos encajes constituye una prioridad en la política de mediano plazo de la Junta Directiva del Banco de la República. Para este efecto el aporte de la política fiscal resulta imprescindible dados los mayores costos en que habrá de incurrirse al sustituir instrumentos de política monetaria sin costo para el Banco o para el gobierno.

Por las consideraciones anteriores, la "reciprocidad" debe también constituirse en un prerequisito de la apertura, para evitar la asimetría reglamentaria. Y las autoridades deben ser conscientes de ello en todo proceso de negociación comercial. A manera de simple ejemplo detengámonos en revisar lo que ha venido ocurriendo en materia de inversión extranjera. No obstante el criterio de libertad plena que hemos adoptado para acoger el capital del resto del mundo al nuestro y en especial a nuestra banca se le imponen limitaciones. Es el caso de nuestros principales socios comerciales en este empeño de modernización. En Venezuela así ha ocurrido, pese a que su ley Bancaria de 1988 permite que el gobierno autorice por simple decreto la incorporación de bancos latinoamericanos que den el mismo tratamiento al capital venezolano, no solamente bajo la modalidad de sucursales. En México la inversión extranjera sólo puede llegar a ser el 30% del capital de una empresa de banca múltiple, principio que ha sido excepcionado únicamente para E.U. y Canadá en el marco del Nafta. Y en los Estados Unidos de América no se otorga licencia para operar a ningún banco extranjero desde hace más de un año, por lo cual más de treinta (30) instituciones bancarias de América y Europa, entre

ellas colombianas, que tratan de ser admitidas desde entonces, han experimentado las barreras de una economía de libre mercado.

Por otro lado, hemos dicho, las autoridades no deben dejar de lado el respeto a los principios de la regulación prudencial. El país ha avanzado mucho en este frente, convencido como está que las nuevas libertades deben desarrollarse en un ambiente regulatorio que no exponga el ahorro de la comunidad. Ahora que, con ocasión de la nueva Constitución, el Congreso de la República ha recobrado su iniciativa en estas materias, es de esperarse que se consolide este concepto. No de otra manera encuentra explicación que se prevea hacia el futuro que cualquier cambio del Estatuto legal del sector debe ser analizado por el legislativo.

No parece afortunado, por lo tanto, que el Congreso de vía libre al diseño de normas que se aparten de la ortodoxia contable, como ocurre en el proyecto de ley sobre la actividad financiera cuando se autoriza diferir costos y gastos del sistema bancario, fenómeno frente al cual se logró una gran disciplina en la década anterior para asegurar la calidad de la información financiera y la razonabilidad de los balances.

En el mismo orden de ideas hay que decir, más allá de las reservas constitucionales que nos merece el proyecto de ley por el cual se dispone de manera indiscriminada la reestructuración de las deudas del sector cafetero, y ahora también del algodonero, que no deja de llamar la atención que una iniciativa de esta naturaleza se abra espacio, sin objeciones distintas a las que solitariamente ha venido exponiendo el gobierno. Se trata de inconveniente precedente para la administración de los riegos financieros.

El desarrollo de un mercado no permite que sus protagonistas se desenvuelvan en un marco de incertidumbre permanente. Es hora de ofrecerle al sistema financiero un "sabático" reglamentario. Y creo firmemente que hacia allá apunta el proyecto gubernamental sobre intervención de la actividad bancaria. No debería perturbarse este propósito con más iniciativas.

LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS Y LOS NUEVOS RIESGOS

Una referencia final sobre la forma como las instituciones financieras se han acomodado a las nuevas condiciones del mercado y los nuevos riesgos.

La verdad es que ellas han sabido enfrentar comercialmente un entorno que cada vez se revela más competido. Pero los ajustes no pueden hacerse esperar en su estructura financiera, toda vez que sus costos podrán ser absorbidos cada vez menos con altos márgenes de intermediación. Cómo comprender que en las actuales circunstancias, en que sus gastos financieros se aumentan, no se evidencie un ajuste en sus costos administrativos, que siguen en ascenso, como se lee en las cifras que semestralmente ofrece la Asociación Bancaria.

Será necesario, adicionalmente, que la gerencia bancaria siga más de cerca las señales del mercado de la autoridad monetaria para ajustar sus acciones, sin requerir manifestaciones expresas de la política a través de actos administrativos, lo cual constituye una verdadera añoranza del pasado, de la cultura de la intervención y del reglamentarismo. Por estos días, por ejemplo, algunos sectores han expresado incertidumbre sobre el futuro de las tasas de interés, cuando la política a este respecto ha resultado inequívoca a lo largo del año. Basta con seguir de cerca el comportamiento del Banco Central para no ofrecer audiencia a quienes especulan con rumores o muy doctas apreciaciones. Así, seguramente será indispensable mejorar la calidad de la información con que actualmente se opera.

Las entidades tienen que hacer conciencia más clara de que enfrentan en la actualidad nuevos riesgos, que pueden comprometer su propia estabilidad. Así como el negocio de banca comercial deja de ser su única empresa, no solo deben ocuparse en el desarrollo profesional del análisis de los riesgos de solvencia. Tengo la percepción de que es poco lo que hemos avanzado al respecto. Es más, aún recuerdo la resistencia del sector a evaluar los riesgos de cambio cuando en 1990 la Superintendencia Bancaria dispuso su obligatoriedad; se decía que tales análisis sólo estaban llamados a generar mayores gastos para las instituciones y que su utilidad era

inexistente por el sistema de devaluación gradual que había venido imperando. Un año después el peso se revaluó.

Debemos hacer énfasis, pues, en la necesaria evaluación y cobertura frente a los riesgos cambiarios, en una sola divisa y para una cartera de posiciones en divisas; frente a los riesgos de tasa de interés y al riesgo de posición en acciones para las empresas que se ocupan en esta actividad.

No solo urge una actitud más profesional de la banca en estas materias, sino que las autoridades faciliten el desarrollo de productos que otorguen coberturas frente a estos riesgos. De esto somos conscientes y por ello se han permitido recientemente las operaciones de cobertura entre divisas convertibles y actualmente trabajamos en el diseño de las reglas que habrán de gobernar las operaciones de cobertura peso-dólar, con la confianza de que las mismas puedan expedirse antes de concluir el año en curso.

De la existencia de nuevos riesgos da fe la siguiente anécdota, de la cual los bancos deberían obtener provecho: Hace apenas una pocas semanas un caballero alemán recibió de una amiga inglesa, a quien pretendía, una invitación para celebrar sus 35 años de edad. Ante la imposibilidad de asistir optó por remitirle 35 rosas rojas, para lo cual contrató los servicios de una floristería internacional. Al ramo adjuntó una nota que decía: "Una rosa por cada esplendoroso año de vida". La apreciación reciente del marco alemán, con ocasión de los acontecimientos monetarios de Europa, condujo a que la floristería en Londres le entregara a la dama un ramo de 45 rosas. Allí murió el romance.

SEGUNDA INTERVENCION

César González Muñoz

Deseo aclarar que la Asociación Bancaria expresó su desacuerdo formalmente en el Senado de la República, en relación con el tema de la refinanciación de los cafeteros, considerando no sólamente la inconveniencia del Proyecto de Ley, sino su posible inconstitucionalidad.

Más importante que la no congruencia probable con la Carta Constitucional, es el tema mismo de la conveniencia social de permitirse en el Congreso de la República este tipo de iniciativas que en el caso de los cafeteros bien puede concluir en una nueva frustración.

Estoy de acuerdo en la necesidad de que la sociedad en general se pronuncie en relación con estas iniciativas que son francamente incongruentes con el interés público.

Mauricio Cabrera.

Estoy de acuerdo con el comentario del doctor Martínez en cuanto al seguro de depósito. Un concepto que debe ser muy claro para todos nosotros es que la competencia funciona sólamente si es transparente. Un elemento clave de la competencia en el sistema financiero es la existencia de una relación inversa entre riesgo y rentabilidad. Cuando eso no existe es muy difícil competir.

Hubo una propuesta en algún foro, sobre el tema en el sentido de que como el seguro ya está establecido, procedente es mejorarlo estableciendo un sistema de prima diferencial. Como todos los

seguros. La Superintendencia hoy tiene una clasificación muy clara de todas las entidades financieras, puede establecerse un **rating** y cobrar primas de acuerdo a él. Esto seguirá siendo transparente para el público, porque las entidades que pueden cobrar más, no necesariamente decidirían aumentar su margen de rentabilidad. Todo ello llevaría a un aumento de la solidez patrimonial de las entidades.

En estrecha relación con este tema, hay una cuestión que es responsabilidad de las entidades financieras. Nosotros mismos nos estamos encargado de romper la relación de riesgo y rentabilidad y haciéndonos un total **harakiri** financiero. En el auge de la "titularización", el sistema financiero le ha dado un impulso grande al avalar emisiones de papeles comerciales o bonos de empresas públicas y privadas. No encuentro otra expresión distinta, aunque puede sonar un poco duro, decir que es un harakiri que raya en la competencia y confundiendo al público que tienen la posibilidad de comprar un activo de un banco, como un CDT, con un rendimiento X, y un activo con el riesgo del mismo banco, el mismo plazo y un rendimiento mayor; ésto crea confusión y elimina la relación inversa entre riesgo y rentabilidad que debe existir para que el mercado pueda funcionar.

En cuanto a las responsabilidades de las entidades financieras que mencionaba el doctor Martínez, el control de gastos administrativos, es un reto que tenemos. Es importante tener en cuenta que en épocas de incremento de la competencia aumentan los gastos administrativos, de manera que se vuelven una variable exógena dentro de la gestión gerencial.

Los rubros de egresos diversos cuyo crecimiento se puede controlar pueden sumar el 20% ó 30% de ellos, pero el 70% son gastos "fijos". Aumentan los gastos en tecnología, en publicidad, en personal porque hay más competencia para poder retener u obtener personal calificado en la nueva circunstancia del mercado.

Néstor Humberto Martínez

Para contribuir a aclarar la relación entre riesgo y tasa de interés creo que una de las distorsiones más importantes que había en nuestro mercado financiero, tenía que ver con el comportamiento del propio Banco Central, que siempre anduvo con tasas por encima de las de los papeles privados.

En la reunión que sostuvimos esta semana con la Junta Directiva de la Asociación Bancaria, expresamos que existe la voluntad política, la decisión de la junta de mantener la tasa de los títulos del Banco, 2 ó 3 puntos por debajo de la tasa de mercado, creo que es una manera de reordenar el comportamiento de esta relación riesgo-tasa de interés.

Con relación a los gastos administrativos, evidentemente somos conscientes de que en procesos de cambio como los que estamos viviendo, que conducen a una mayor competencia del sector, hay que hacer unas inversiones muy grandes en materia tecnológica, que seguramente afecta la estructura de las relaciones gastos, activos medios, etcétera. Lo importante es constatar que todos los rubros de los gastos operacionales de los bancos, siguen en ascenso, incluidos los gastos laborales.

IV

SECTOR BANCARIO Y TASAS DE INTERES

*EL COMPORTAMIENTO DEL SECTOR BANCARIO Y LA DETERMINACION DE LAS TASAS DE INTERES EN COLOMBIA**

*Adolfo Barajas***

1. INTRODUCCION

Los niveles y las fluctuaciones de las tasas de interés son un tema que ha constituido una fuente de interés continuo y preocupación frecuente por muchos años en Colombia así como en la literatura económica internacional. En particular, la dispersión entre las tasas cobradas a los usuarios del crédito financiero y aquellos percibidos por los ahorradores tiene una importancia fundamental para el desarrollo. En la medida en que este margen de intermediación se vuelve muy grande tendrá efectos adversos sobre la ampliación del crédito productivo y sobre el crecimiento del ahorro y por ende la profundización financiera.

Desde principios de los setentas en Colombia las autoridades han tenido un objetivo constante de modernizar y expandir el alcance del sistema financiéro para que éste contribuya más activa-

* Las opiniones aquí expresadas son responsabilidad del autor y no comprometen a la entidad para la cual trabaja.

** Economista del Dpto. de Investigaciones Económicas. Banco de la República

mente en el proceso de desarrollo económico. Aunque ha sufrido algunos atrasos e interrupciones, el proceso de liberalización financiera ha obedecido a estas consideraciones de mediano y largo plazo.

No obstante los numerosos avances que ha logrado la liberalización en el tamaño y diversidad de la participación de las entidades financieras en la economía y su grado de desarrollo, es frecuente la preocupación que surge en torno al tamaño de los márgenes de intermediación. Un estudio del Banco Mundial efectuado a mediados de los años ochentas[1] encontró que los sistemas financieros del Tercer Mundo se caracterizaban por tener niveles particularmente altos de los márgenes entre tasas activas y pasivas, los cuales habrían de tener efectos directos y adversos sobre la profundización financiera y el crecimiento de la inversión productiva.

El presente trabajo entonces se encamina a examinar los determinantes de los niveles de las tasas de interés en Colombia desde la óptica de la actividad de intermediación de recursos, como función fundamental de las entidades financieras. Se concentra en el funcionamiento del sector bancario específicamente, e intenta caracterizar de manera resumida el conjunto de decisiones relevantes que enfrentan las entidades en relación con la fijación de las tasas de interés. Se utiliza para este fin un modelo de comportamiento basado en teorías microeconómicas corrientes y que llega a una relación óptima entre las tasas activa y pasiva. De esta manera también se obtiene una indicación sobre los determinantes de los márgenes de intermediación.

2. PRESENTACION DEL MODELO BASICO

Se parte de un esquema contable sencillo en el que se describe de manera resumida la actividad de intermediación que desempeña el sector bancario en su conjunto. Este sector capta depósitos (D) por una parte, y estos recursos se asignan a diferentes alternativas de colocación como son los préstamos (L), las inversiones forzosas (IF) y las reservas bancarias (R). Se concentra el estudio sobre estos componentes básicos de la actividad bancaria. Para cerrar el balan-

1. Hanson y de Rezende Rocha (1986).

ce del sector se define una cuenta de "otros pasivos netos" (OPN) que incluyen todas aquellas colocaciones y captaciones no capturadas por las variables descritas arriba. Por lo tanto, la ecuación de balance contable para el sector es la siguiente:

$$L + F + R = D + OPN$$

Las reservas están compuestas esencialmente por los encajes requeridos legalmente, los cuales se establecen como porcentaje(ϵ) de los depósitos:

$$R = \epsilon D$$

Las inversiones forzosas, por su parte, son de dos tipos. Primero, las inversiones forzosas "rurales" son aquellas correspondientes a las compras obligatorias de títulos de Ley 5a, que se aplican sobre las colocaciones de los bancos[2]:

$$IF_r = \alpha_r L$$

También se definen unas inversiones forzosas que se denominarán "urbanas" y que corresponden a todas las demás inversiones obligatorias aplicadas sobre las captaciones o depósitos:

$$IF_u = \alpha_u D$$

También se definen inversiones sustitutivas del encaje (IS), que corresponden a una proporción (σ) del encaje que se invierte en papeles que tienen una rentabilidad positiva (i_σ):

$$IS = \sigma R = \sigma \epsilon D$$

Teniendo estas definiciones, la identidad de balance se puede reescribir en función de únicamente los distintos porcentajes de inversiones y encaje, los préstamos, depósitos y otros pasivos netos:

$$L(1 + \alpha_r) = D(1 - \epsilon - \alpha_u) + OPN$$

Los ingresos financieros de los bancos provienen del retorno a los préstamos y el rendimiento de las inversiones forzosas y sustitutivas del encaje, mientras que los costos financieros correspon-

2. Debe anotarse que con el desmonte del Fondo Financiero Agropecuario y la creación de FINAGRO quedaron virtualmente eliminadas todas las inversiones forzosas aplicadas sobre el lado activo de las actividades de las entidades bancarias. No obstante, el análisis estadístico de este trabajo se efectuó sobre la base de series históricas para el período 1974-1988 que comprende la vigencia de tanto el FFAP como las inversiones de Ley 5a. Se verá que las conclusiones principales que se derivarán en cuanto al efecto de las cargas cuasi-fiscales sobre los niveles de las tasas de interés y los márgenes de intermediación seguirán siendo igualmente válidas para años más recientes en que todas las inversiones forzosas son aplicadas sobre las captaciones de los bancos.

den a la remuneración a los depósitos captados. Por otra parte, la misma actividad de intermediación implica unos costos operacionales o de transacción relacionados al nivel de préstamos otorgados así como de los depósitos que se obtienen del público. De esta manera se puede definir una ecuación de utilidades o ganancias provenientes de la intermediación financiera (Π). Utilizando las definiciones (1) a (5), las utilidades se podrán expresar en forma sencilla como se muestra a continuación:

$$\Pi = L\,(i_L + i_{fr}\,\alpha_r) - D\,(i_d - i_{fu}\,\alpha_u - i_o\,\theta\epsilon) - C(L, D)$$

Las variables iL e id corresponden a las tasas de interés de los préstamos y depósitos, respectivamente mientras que ifr, ifu e i son los rendimientos correspondientes de las inversiones forzosas rurales y urbanas y sustitutivas del encaje. La variable C es una función implícita de costos operacionales que tiene como argumentos al nivel de préstamos y de depósitos.

El sector bancario tratará de maximizar sus utilidades provenientes de la captación de recursos en el mercado y su colocación en créditos, teniendo como restricción el cumplimiento de la ecuación (6) de identidad contable. Esta garantiza que el nivel de préstamos efectuados no supere la cantidad de recursos disponibles a través de las captaciones y descontadas todos los demás usos. El problema de maximización entonces se puede caracterizar y resolver por medio del método de los multiplicadores de LaGrange:

$$\text{Max } A = L(i_L + i_{fr}\,\alpha_r) - D(i_d - i_{fu}\,\alpha_u - i_\sigma\epsilon) - C(L,D) - \lambda[\,L(1+\alpha_r) - D(1-\epsilon-\alpha_u) - OPN\,]$$

La solución se obtiene diferenciando la función objetivo (λ) con respecto a los niveles de depósitos (D) y préstamos (L) y el multiplicador de LaGrange para la restricción de balance (λ) e igualando las derivadas parciales a cero. Despejando λ se obtiene la siguiente ecuación de equilibrio que resume las condiciones de primer orden del problema de maximización:

$$\frac{i_L\,\theta_L + i_{fr}\,\alpha_r - C_L}{1+\alpha_r} = \frac{i_d + C_d\,i_{fu}\,\alpha_{fu} - i_\sigma\sigma\epsilon}{1-\epsilon-\alpha_u}$$

La variable θ_L expresa el poder de mercado presente en los préstamos bancarios que permite a las entidades percibir ganancias por encima de las obtenibles bajo un régimen de competencia

perfecta. Puede representar en principio una gama amplia de estructuras de mercado no competitivas, y en el caso particular de monopolio este parámetro adopta la siguiente forma:

$$\theta_L = 1 - \frac{1}{\eta_L}$$

Donde η_L corresponde a la elasticidad de demanda por préstamos. Puede verse fácilmente que en el monopolio siempre se operará en situaciones en que la demanda es elástica ya que, de lo contrario el ingreso marginal de la empresa es negativo. Cuando la demanda es inelástica, el parámetro de poder de mercado es negativo. Cuando la elasticidad es infinita, el parámetro de poder de mercado se iguala a uno y desaparecen las ganancias extraordinarias. Este es el caso de competencia perfecta. De esta manera, se encuentra que cualquier valor de θ_L superior a la unidad indica la existencia de poder de mercado, es decir, constituye evidencia de que el mercado no es perfectamente competitivo.

El parámetro θ_d por su parte se refiere al poder de mercado existente en la actividad de captación de recursos de ahorro del público, o sea el costo asumido por el depositante debido a que el rendimiento percibido está por debajo del nivel que existiría bajo una situación de perfecta competencia. Se está suponiendo por razones de simplificación que el mercado de depósitos se aproxima a un esquema competitivo, o sea que no hay poder de mercado y su parámetro θ_d correspondiente es igual a uno. Tal como se verá en la próxima sección, este supuesto posibilita una estimación empírica sencilla utilizando una sola ecuación. Por otra parte, para el caso colombiano esto parece ser una buena aproximación, ya que en el mercado depósitos las entidades bancarias se encuentran en una situación en la cual el público se enfrenta a sustitutos bastantes cercanos -especialmente en los depósitos remunerados- mientras que en el mercado de crédito parece haber mayor especialización y por ende mercados con menores posibilidades de sustitución para los prestatarios.

Las variables C_L y C_D por su parte corresponden a los costos marginales de transacción en la intermediación atribuibles a la ampliación de cartera o de depósitos, respectivamente.

Todas las demás variables que aparecen corresponden a las variables de política sobre encajes, inversiones forzosas y sustitutivas del encaje, tal como se describieron anteriormente. La ecuación (9) entonces, permite distinguir tres factores generales que conducen a la existencia de un margen de intermediación: los de política, aquellos de costos y los que se relacionan con una estructura de mercado no competitiva en el mercado de crédito. Si los encajes y las inversiones forzosas se reducen a cero $(\alpha_r, \alpha_u, \epsilon = 0)$, las entidades pueden expandir sus captaciones y créditos sin costos de transacción mayores

$(C_L \text{ y } C_D = 0)$ y el mercado de crédito es perfectamente competitivo $(\theta_L = 1)$ entonces desaparecerá el margen de intermediación; se igualarán las tasas activas y pasivas.

Por último, la ecuación (9) también permite ver que una vez que la existencia de las cargas cuasi-fiscales al sector bancario tienden a ampliar el margen, la remuneración de las inversiones respectivas, tienden a contrarrestar esta tendencia. Es así como el rendimiento de las inversiones forzosas rurales tienden a reducir la tasa de interés activa de equilibrio con respecto a la pasiva, y el retorno a las inversiones forzosas urbanas y sustitutivas tienden a elevar la tasa pasiva con respecto a la activa de equilibrio. Estos dos efectos operan en el sentido de reducir los márgenes de intermediación.

Para resumir, el modelo parte de una representación contable de la actividad de intermediación ejercida por el sector bancario, que consiste en captar recursos y colocarlos en fines productivos (créditos en este caso), teniendo que cumplir con ciertos porcentajes legales de inversiones forzosas y encajes. El sector entonces escoge la cuantía de captaciones y colocaciones que le maximizan sus utilidades. La maximización de ganancias se logra cuando el beneficio proveniente de prestar un peso adicional es totalmente contrarrestado por (o sea, se iguala a) el costo que implica captar recursos adicionales para este propósito. Este es el sentido general

de la ecuación de equilibrio (9), la cual define además una relación óptima entre las tasas activas y pasivas. Finalmente, se encuentran tres tipos de factores que conducen a la existencia de un margen de intermediación positivo. En la próxima sección se describirá el método utilizado para estimar la ecuación (9) para el conjunto de bancos comerciales en Colombia.

3. EL PROCEDIMIENTO EMPIRICO

A. Métodos de Estimación

El primer paso realizado consistió en la transformación de la ecuación (9) en una expresión susceptible de ser estimada. Mediante una reorganización de términos la tasa de interés activa i_L puede ser expresada como función de todas las variables de política, costos y de la tasa pasiva i_d. Puede verificarse que dicha reorganización de la ecuación (9) llevará a una ecuación para la tasa activa en que depende de una constante, dos variables observadas y dos coeficientes correspondientes:

$$i_L = a_0 + a_1 V_1 + a_2 V_2$$

donde
$$a_0 = C_L/\theta_L$$
$$a_1 = 1/\theta_L$$
$$a_2 = C_d/\theta_L$$
$$V_1 = (i_d - i_{fu}\,\alpha_u - i_\sigma \sigma \epsilon)\,[(1 + \alpha_r)/(1 - \epsilon - \alpha_u)] - i_{fr}\,\alpha_r$$
$$V_2 = (1 + \alpha_r)/(1 - \epsilon - \alpha_u)$$

La estimación consistirá entonces en la estimación de la constante (a_0) y dos coeficientes (a_1 y a_2), de una regresión de la tasa de interés activa contra dos variables explicativas. La primera (V_1) se puede interpretar como el costo financiero marginal de captar recursos adicionales, representado por la tasa de interés pasiva, corregida por la pérdida de recursos causada por las inversiones forzosas y encajes y compensada parcialmente por el rendimiento de las inversiones forzosas y sustitutivas del encaje. La segunda

variable explicativa (V_2) constituye el efecto puro de pérdida de recursos debido a las cargas cuasi-fiscales.

Al obtener estimativos para los parámetros a_0, a_1 y a_2 se llegará entonces a la estimación de los costos marginales para los préstamos y depósitos, y para el parámetro de poder de mercado. Por lo tanto, el modelo estima parte del margen de intermediación causado puramente por los factores de política y estima los efectos posibles que se pueden atribuir a costos de transacción y a las desviaciones de la estructura de mercado con respecto a la competencia perfecta. De esta manera se logrará una aproximación a la medición de la importancia relativa de estos factores en la determinación de márgenes de intermediación.

En la ecuación (11), se presentan los costos marginales de transacción como simples constantes. Sin embargo, las condiciones de segundo orden del problema de maximización exigen que para el mercado competitivo - o aquel en donde ninguna firma puede ejercer control alguno sobre los precios - los costos marginales sean crecientes[3]. Por lo tanto, también se estimó otra versión de la ecuación (11) en que los dos costos marginales se plantean como función lineal de los volúmenes de crédito y depósitos, respectivamente. Esto lleva a la estimación de dos parámetros más, ya que cada función de costos marginales contendrá dos parámetros: un intercepto y una pendiente. En el Apéndice se describe la ecuación de estimación aumentada de esta forma, para la cual se obtienen los resultados principales descritos en el numeral 4 de este trabajo.

Un supuesto crucial para la estimación es el de competencia perfecta en el mercado de depósitos mientras que en el mercado de crédito se admite una gama mucho mayor de estructuras de mercado, las cuales quedan expresadas a través del parámetro θ_L . La competencia perfecta implica que las tasas pasivas no son endógenas a las decisiones de los bancos mismos, sino que se determinan competitivamente con todos los depósitos financieros sustitutos disponibles para el público. Es decir, los bancos no están en capacidad de fijar estas tasas unilateralmente debido a las condiciones

3. Estas condiciones son explicadas en detalle en Barajas (1992).

de competencia y entonces las deben tomar como dadas. Esto contrasta con lo que sucede en el mercado de crédito, en el cual será posible cierto manejo discrecional de la tasa para maximizar ganancias. De esta manera, la tasa de interés pasiva puede incluirse como variable explicativa exógena de la tasa activa[4].

Cabe también comentar que el procedimiento utilizado basado en información de series de tiempo supone una constancia en el tiempo de los parámetros estimados. Esto sin duda le resta complejidad al tipo de estructura de mercado y de función de costos que se está caracterizando, lo que habrá que mejorarse sustancialmente en estudios posteriores.

En la siguiente sección se describe la base de datos utilizada en la estimación y la manera como fueron construidas las principales series incorporadas en el estudio.

B. Descripción de los datos utilizados

Se utilizó información de balances sobre el total de bancos comerciales para el período 1974 a 1988, con frecuencia trimestral. Tanto las tasas de interés activas como pasivas fueron calculadas implícitamente con base en información de balance y P&G, y los rendimientos de las inversiones forzosas y del encaje fueron obtenidas como promedios ponderados de los retornos individuales a los distintos papeles. Las variables utilizadas en la estimación se describen a continuación.

^{i}L = Intereses y comisiones recibidas (Totales del trimestre) Total Cartera + Deudores Varios (Saldo promedio trimestre).

^{i}d = Intereses y comisiones pagadas (Total trimestre)/Depósitos Totales (Saldo promedio trimestre).

4. Esta discusión sobre exogeneidad de los depósitos tiene además otro elemento relevante durante el período muestral de 1974-1988. Durante los años setenta estuvieron controladas todas las tasas pasivas de los bancos mientras que se ha argumentado que los controles sobre tasas activas fueron relativamente ineficaces desde años antes (Véase Carrizosa (1985). Se podría argumentar que la exogeneidad se da como resultado de la política por lo menos hasta 1980, año en que se aumentó la flexibilidad de las tasas de captación de los bancos al liberarse la tasa de los CDT's. Para la segunda parte del período de estudio (1980 - 1988), tiene menor peso el argumento de exogeneidad causado por las regulaciones y entonces cobra mayor importancia el argumento de alta competencia en el mercado de depósitos.

Estas dos variables corresponden a las tasas de interés promedio del trimestre. También se obtuvieron unas tasas marginales (i_{Lmg} e i_{dmg}) que consistían en las tasas mensuales promedio (calculada de igual manera) correspondiente al último mes del trimestre respectivo. Todas estas tasas fueron anualizadas.

i_{fr} , i_{fu} = Tasas promedio de rendimiento de las inversiones forzosas. Se tomó de los balances el conjunto de inversiones de este tipo y se obtuvo un promedio de las tasas individuales ponderadas por su participación en el total.

Las tasas de interés de las inversiones particulares se obtuvieron del Apéndice de Correa (1986) y de la legislación relevante. Cuando era necesario, se convirtieron las tasas individuales a anuales efectivas.

i_{σ} = Tasa promedio de rendimiento de las inversiones del encaje. Se calculó de igual manera que las inversiones forzosas. También se consultó Correa (1986) y las regulaciones específicas para obtener las tasas individuales.

ϵ = Porcentaje de encaje promedio de los depósitos bancarios = Reservas para el encaje/Depósitos Totales (igual definición que en la determinación de la tasa de interés pasiva).

α_r = Porcentaje de inversiones forzosas rurales promedio = Títulos de Fomento Agropecuario + otras inversiones aplicadas sobre las colocaciones/(Total Cartera + Deudores Varios).

α_u = Porcentaje de inversiones forzosas urbanas promedio = Total inversiones forzosas aplicadas sobre las captaciones/Depósitos Totales.

σ = Porcentaje de sustituibilidad del encaje = Inversiones sustitutivas/(Inversiones sustitutivas + Reservas para el encaje).

Se obtuvieron además dos tasas de interés activas adicionales, con el fin de aproximar de manera más cercana el nivel obtenido en el mercado. Estas dos tasas son entonces la tasa de interés activa promedio de mercado (i_m) y la activa marginal de mercado (i_{mmg}). Se obtuvieron ajustando los intereses y comisiones totales recibidos por aquellos provenientes del crédito subsidiado a través del Fondo Financiero Agropecuario. Conociendo qué proporción de las colocaciones estaba representada por préstamos de este tipo (L_{rf}/L) y

habiendo calculado su tasa de interés promedio (i_r)[5], la tasa de interés de mercado se halló mediante la siguiente fórmula:

$$i_m = \frac{i_L - i_r \frac{L_{rf}}{L}}{1 - \frac{L_{rf}}{L}}$$

Puede verificarse fácilmente que la ecuación (12) proviene directamente de la definición de iL como una tasa promedio ponderada entre la tasa de mercado y la de crédito subsidiado. Nuevamente la tasa marginal se refiere a la del último mes del trimestre.

Se llegó entonces a una serie de variables que son consistentes entre sí desde el punto de vista contable; las mismas colocaciones y captaciones que se utilizan como base para medir las tasas de interés implícitas son aquellas sobre las cuales se les calculan los porcentajes de encajes y de inversiones forzosas. La información utilizada es por lo tanto asemejable al esquema contable sencillo descrito en el modelo básico, expuesto en el numeral 2. En la próxima sección se describirán los resultados obtenidos en la estimación de la relación (11) utilizando la información descrita arriba.

4. RESULTADOS OBTENIDOS

A. Costos Marginales Constantes

En el Cuadro 1 se presentan algunos resultados provenientes de la estimación de la relación (11) entre las tasas de interés activas y pasivas. Las mejores estimaciones fueron obtenidas utilizando las tasas de interés de mercado promedio y marginales (im e immg) como variables dependientes. Se corrieron regresiones de mínimos cuadrados para el período completo y para dos sub-períodos correspondientes a los años previos y posteriores a la liberación de

5. Esta tasa se construyó utilizando las resoluciones respectivas para obtener tasas de interés de los interes es para las diferentes líneas, y compendios estadísticos del FFAP para llegar a la distribución del crédito FFAP según líneas.

CUADRO 1

	Var. Depend.	Parámetros Estimados A0	A2	A1	1/(THETA)	CI.	CD	R2 aj	Test: X2	THETA=1 P	Test de autocorrelación Ljung Box Q-Stat	Prob	Rezag	Corrección de Autocorrelación	
I. Costos Marginales Constantes - Primera Submuestra (1974.1 - 1980.1)															
a.	im	0.1288 (2.57)	0.0043 (0.12)	1.1581 (9.95)	1.1581	0.1492	0.0050	0.9165	1.8452	0.1743	6.92	0.5449	8		
b.	im	0.1349 (13.82)		1.1695 (16.64)	1.1695	0.1578	0.0000	0.92	5.8198	0.0158	7.07	0.5294	8		
c.	immg	0.1291 (2.64)	0.0094 (0.27)	1.1291 (10.30)	1.1291	0.1458	0.0106	0.9226	1.3872	0.2359	6.35	0.6099	8		
II. Costos Marginales Constantes - Segunda Subinuestra (1980.2 - 1988.4)															
a.	immg	-0.0491 (-0.88)	0.1248 (3.08)	1.1622 (4.14)	1.1622	-0.0571	0.1450	0.6375	0.3334	0.5637	26.45	0.0017	9	MA(2) 0.2104 (1.35)	MA(4) 0.5759 (3.74)
b.	immg	-0.048 (-0.87)	0.1237 (3.02)	1.162 (4.65)	1.162	-0.0554	0.1437	0.714	0.4204	0.5167	6.15	0.6306	8		
III. Costos Marginales Constantes - Muestra Completa (1974.1 - 1988.4)															
a.	immg	0.0657 (2.07)	0.0392 (2.29)	1.2289 (19.94)	1.2289	0.0808	0.0482	0.8705	13.8061	0.0002	52.84	0	12	AR(1) 0.2865 (2.40)	AR(2) 0.5008 (4.00)
b.	immg	0.1211 (1.93)	0.0227 (0.64)	1.0532 (6.25)	1.0532	0.1275	0.0239	0.9087	0.0998	0.7521	14.49	0.4889	15		

Los valores en paréntesis corresponden a los estadísticos t.

las tasas de interés de los CDT de los bancos. Se observa que para el primer sub-período, en el cual las tasas pasivas son controladas en su totalidad, el ajuste de las regresiones es bastante satisfactorio (los R2 ajustados superan el 91%) y no presentan problemas significativos de autocorrelación de los residuos (las probabilidades de que los errores sean ruido blanco, o sea libres de correlación entre sí a través del tiempo, son bastante altos, mayores del 52%). Se puede afirmar que el índice estimado de poder de mercado (θ^{-1}) es mayor que uno con un 98.4% de confianza en la segunda ecuación, pero este nivel de confianza se reduce considerablemente en las otras dos ecuaciones. Por otra parte, el parámetro A2 tiene muy poca significancia en las regresiones mientras que el intercepto A0 es significativamente mayor que cero. Esto indicaría que los costos marginales involucrados en la provisión de depósitos para el público son insignificantes en relación con los implícitos en el otorgamiento de préstamos. La baja significancia de los costos marginales de los depósitos está en conflicto con la teoría microeconómica, según la cual éstos no sólo deben ser significativos sino además crecientes. De lo contrario, habría un problema de indeterminación del nivel óptimo de depósitos en el cual se deben colocar los establecimientos bancarios. Tal como se verá en la siguiente sección, la aparente contradicción se resuelve precisamente permitiendo que los costos marginales varíen de acuerdo con los niveles respectivos de activos y pasivos.

Tanto en el segundo período de análisis como en la muestra completa empiezan a aparecer problemas de autocorrelación de los errores. El estadístico Q de Ljung-Box se vuelve bastante alto, lo cual lleva a que la probabilidad de que no exista autocorrelación de los errores se reduce fuertemente. Por lo tanto, tal como se muestra en las últimas dos columnas del Cuadro 1, se corrigieron las ecuaciones incorporando los posibles procesos intertemporales que están presentes en los residuos. En ambos casos puede apreciarse el éxito obtenido por este medio; los estadísticos Q caen sustancialmente y las probabilidades de errores con comportamiento de ruido blanco se elevan notoriamente.

En resumen, la estimación del modelo bajo el supuesto de costos marginales constantes muestra que las tasas activas tienden a responder a las variaciones de los costos financieros (tanto directos

como indirectos, vía las cargas cuasi-fiscales) de los pasivos de los bancos. Hay indicios de que el poder de mercado puede ser importan te, así como los costos marginales de la ampliación del crédito. Sin embargo, surge cierta preocupación en cuanto los depósitos parecerían producirse sin costos adicionales.

B. Costos Marginales Variables

El Cuadro 2 muestra resultados de estimaciones efectuadas con funciones lineales de costos marginales, con respecto al volumen real de crédito de mercado y a la cantidad real de depósitos de CDT, respectivamente[6]. De nuevo se logra un ajuste adecuado de las regresiones, y se logran además, ciertas mejoras con respecto a las estimaciones con costos marginales constantes. Primero, aumenta la significancia de los costos marginales de los depósitos bancarios, cuyos parámetros de intercepto y pendiente se obtienen de los coeficientes estimados A2 y A3 , respectivamente. El coeficiente A3 tiende a ser significativo, lo cual indica que los costos marginales de los depósitos son crecientes, especialmente cuando se excluye el término de intercepto A2. La significancia de este último parámetro no es tan alta, lo cual es congruente con los resultados logrados bajo costos marginales constantes, en donde únicamente se incluía este término. Los resultados por ende ya son consistentes con las exigencias de las condiciones de segundo orden para el problema de maximización de utilidades, bajo el supuesto de fijación de precios o mercados competitivos de depósitos.

Segundo, en todos los casos se llega a índices de poder de mercado significativos: el coeficiente A1 se coloca entre un 18 y 22% para la tasa de interés activa total, y entre un 32 y 39% para las tasas de interés activas "de mercado", y en todos los casos es estadísticamente superior a uno. Estos porcentajes representan una especie de "mark-up" cobrado por el sistema bancario sobre el margen de intermediación ya existente en razón de las cargas cuasi-fiscales y costos de transacción. Dicho de otra manera, si los encajes y las inversiones forzosas más los costos de intermediación

6. Los préstamos de mercado se calcularon como la cartera total menos los préstamos FFAP efectuados por los intermediarios. Tanto esta variable como los CDT fueron obtenidos de los balances y fueron deflactados por el Indice de Precios al por Mayor (IPM) para llegar a valores reales.

CUADRO 2

I. Costos Marginales Variables - Muestra Total (1974.1 - 1988.4													Test de autocorrelación				Corrección de Autocorrelación
	Var. Depend.	Coeficientes Estimados					Parámetros Estimados					R2 aj	Test:	THETA=1	Ljung-Box		
		A0	A1	A2	A3	A4	1/Theta	CLo	CDo	CL1	CD1		X2	p	Q-Stat	Prob	Rezag	
a.	inmg	0.27	1.39	-0.04	0.00	-0.09	1.39	0.374	-0.05	-0.12	0.003	0.91	18.45	0.00	29.41	0.01	15.00	
		(5.64)	(15.13)	(-1.44)	(1.24)	(-4.08)												MA(3)
b.	imng	0.2915	1.388	-0.044	0.0262	-0.01	1.388	0.405		-0.01	0.004	0.92	19.054	0	15.65	0.4057	15	-0.3578
		(6.11)	(15.63)	(-1.73)	(1.74)	(-4.60)												(2.49)
c.	imng	0.21	1.31		0.003	-0.009	1.31	0.275		-0.01	0.004	0.91	17.95	0.00	31.40	0.01	15.00	
		(8.53)	(17.89)		(2.17)	(-4.00)												MA(4)
d.	imng	0.2055	1.322		0.0024	-0.008	1.322	0.27		-0.01	0.003	0.92	21.557	0	16.63	0.2766	14	0.4349
		(8.86)	(19.05)		(1.91)	(-4.01)												(3.72)
e.	ilmg	0.257	1.183	-0.04	0.002	-0.007	1.183	0.304	-0.05	-0.01	0.002	0.91	4.81	0.03	26.02	0.04	15.00	
		(5.64)	(15.13)	(-1.4)	(1.24)	(-4.08)												AR(4)
f.	ilmg	0.213	1.225	-0.02	0.003	-0.008	1.2248	0.261	-0.02	-0.01	0.004	0.92	6.617	0.01	12.03	0.604	14	0.29
		(4.50)	(14.02)	(-0.73)	(2.43)	(-3.90)												(2.17)
g.	im	0.207	1.336		0.001	-0.008	1.336	0.28		-0.01	0.002	0.91	20.66	0.00	22.60	0.09	15.00	
		(9.15)	(18.06)		(0.89)	(-4.30)												MA(1)
h.	im	0.202	1.327		0.001	-0.008	1.3274	0.27		-0.01	0.001	0.91	13.054	0.0003	18.15	0.2548	15	0.267
		(7.95)	(14.65)		(0.82)	(-3.81)												(1.85)
																		AR(4)
																		0.282
																		(2.01)

Los valores en paréntesis corresponden a los estadísticos t.

llevan a un margen de 10 puntos entre las tasas activa de mercado y la pasiva promedio, la no competividad del mercado llevará a una ampliación de aproximadamente 3-4 adicionales.

Por último, se tiene que los problemas de autocorrelación encontrados en la estimación para la muestra completa son fácilmente resueltos con una adecuada especificación del proceso intertemporal implícito en el comportamiento de los errores. Esto se observa en las pruebas de autocorrelación, cuyos estadísticos Q caen una vez se incorporan términos autorregresivos (AR) o de promedio móvil (MA), aumentando la probabilidad de lograr un término de error de ruido blanco.

En la próxima sección se utilizarán los resultados obtenidos para efectuar una descomposición de los márgenes de intermediación en sus efectos estimados.

C. Descomposición de los Márgernes Estimados

A través de los parámetros estimados se puede llegar a una aproximación al problema de medición de los diferentes factores que afectan los márgenes de intermediación de las entidades bancarias. El Cuadro 3 contiene las conclusiones principales que resultan de la aplicación de una ecuación estimada (la ecuación "a" del Cuadro 2) para la relación entre tasas activa y pasiva. En cada trimestre de la muestra se calcula la tasa de interés activa predicha por el modelo y se resta la tasa pasiva[7] para obtener así un margen de intermediación estimado. Luego, se efectúa un ejercicio de descomposición de dicha medida[8]. Esto se hace recalculándolo bajo tres supuestos alternativos: (1) Que los costos marginales de depósitos y préstamos son iguales a cero, y que no hay cargas cuasi-fiscales impuestas a las operaciones de los bancos, de manera que el único efecto restante sea el poder de mercado ejercido por estas entidades. (2) Que los costos marginales son nulos y el mercado de crédito es perfectamente competitivo, con lo cual se tendría el efecto de las cargas cuasi-fiscales. (3) Por último, se trata de aislar el efecto de los costos no financieros de intermediación, utilizando el

7. En este caso se utiliza la tasa activa marginal de mercado y la pasiva marginal.

8. El procedimiento matemático seguido es explicado en el Apéndice de este trabajo.

supuesto de ausencia de cargas cuasi-fiscales y de poder de mercado.

El margen de intermediación estimado que se observa en el Cuadro 3 y la Gráfica 2 es ciertamente grande en comparación con medidas tradicionalmente utilizadas. La razón principal está en que el agregado de captaciones utilizado aquí es tan amplio como para incluir los depósitos en cuenta corriente, los cuales al no ser remunerados llevan a una tasa pasiva bastante más baja que la utilizada en las medidas más comunes de los márgenes. Fue necesario recurrir a tal agregado amplio debido a que la información de balances de bancos utilizada en la medición de encajes promedio únicamente contaban con el total de reservas para el encaje, sin discriminar por tipo de depósito. De esta manera, tanto el encaje promedio como la tasa de interés pasiva que habría de ser afectada por estas cargas debía incluir todos los depósitos relevantes.

Debe anotarse también que es imposible separar completamente los tres efectos ya que ellos se complementan en cierto grado. En particular, el poder de mercado interactúa con los otros dos efectos, amplificando el tamaño del margen que resulta de cualquier variación en las medidas de política o en las variables de costos. Esto está reflejado en el hecho de que el índice de poder de mercado es el único parámetro arrojado independiente y directamente por los resultados de la estimación; los demás surgen como el producto entre éste y otro parámetro estimado. Debido a esta interacción surge una columna de "efectos combinados" entre los tres factores, que según el Cuadro 3 es responsable de una ampliación de los márgenes de 2-5 puntos porcentuales.

Los efectos de costos de transacción tienden a ser dominantes especialmente durante el principio del período en que su contribución es del 61%, pero su importancia se va reduciendo continuamente a lo largo de los años setentas y la primera mitad de los ochentas. De allí sigue un período de relativa estabilidad en que representan aproximadamente la tercera parte del margen de intermediación, seguido por otra caída hacia finales de la década llegando a una participación del 29%. Los efectos de política, representados por encajes e inversiones forzosas, aumentan gradualmente su importancia relativa de 14% en 1974 a 16% en 1976. A partir de 1977, su participación se incrementa más rápidamente,

CUADRO 3

DESCOMPOSICION DE LOS MARGENES DE INTERMEDIACION

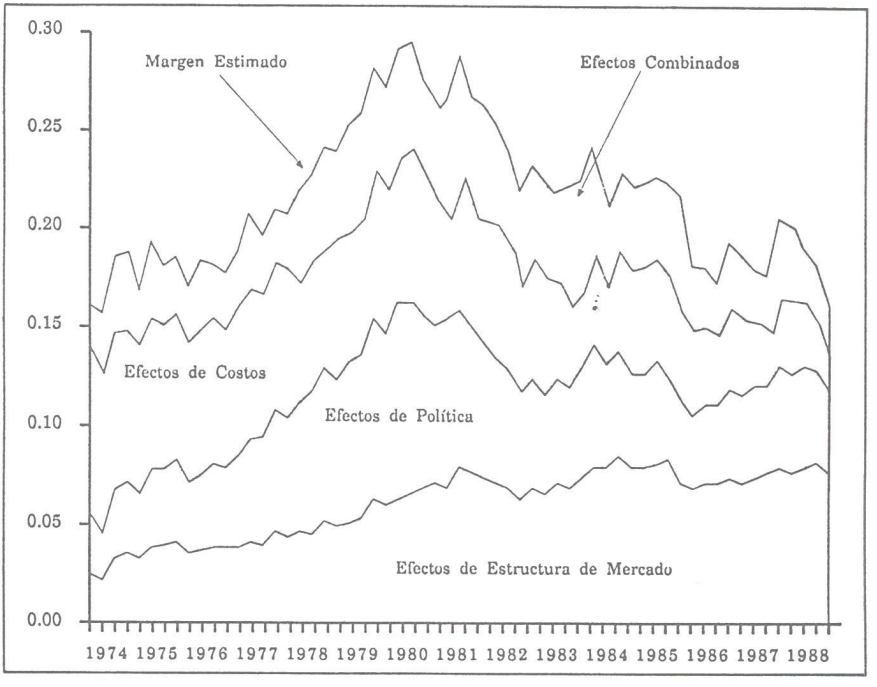
Ano	Trim.	Margen de Intermediac. Estimada	Supuestos Alternativos				Participación (%) de los Efectos				
			Cero CMg más Cero Cargas Cuasi-Fiscales	Cero CMg más Cero Poder de Mercado	Cero Poder de Mercado más Cero Cargas Cuasi-Fiscales	Efectos Comb.	Efectos de Estructura de Mercado	Efectos de Política	Efectos de Costos	Efectos Comb.	Efecto Rendimiento de Invers. del Encaje
1974	1	16.44%	2.16%	2.32%	10.04%	1.92%	13.16%	14.08%	61.06%	11.69%	-1.00%
	2	16.24%	2.03%	1.78%	10.36%	2.07%	12.49%	10.97%	63.77%	12.77%	-0.83%
	3	18.59%	2.79%	2.73%	10.39%	2.68%	15.02%	14.67%	55.91%	14.40%	-0.89%
	4	18.88%	3.05%	2.59%	10.40%	2.85%	16.15%	13.71%	55.04%	15.10%	-1.07%
1975	1	17.97%	2.79%	1.84%	10.40%	2.93%	15.54%	10.26%	57.89%	16.32%	-0.54%
	2	19.89%	3.46%	2.82%	10.37%	3.24%	17.39%	14.20%	52.12%	16.28%	-0.55%
	3	19.14%	3.39%	2.88%	9.89%	2.98%	17.73%	15.05%	51.65%	15.58%	-0.65%
	4	19.70%	3.51%	3.05%	10.04%	3.09%	17.83%	15.49%	50.98%	15.70%	-0.55%
1976	1	18.20%	2.92%	2.43%	10.06%	2.79%	16.03%	13.34%	55.30%	15.33%	-0.51%
	2	19.68%	3.08%	3.09%	10.50%	3.01%	15.64%	15.69%	53.36%	15.32%	-0.50%
	3	19.60%	3.17%	3.26%	10.17%	3.00%	16.20%	16.63%	51.89%	15.29%	-0.67%
	4	19.39%	3.19%	3.04%	10.14%	3.02%	16.44%	15.68%	52.31%	15.57%	-0.69%
1977	1	20.05%	3.29%	3.75%	9.92%	3.09%	16.42%	18.71%	49.46%	15.41%	-0.38%
	2	21.51%	3.44%	4.81%	10.07%	3.18%	16.01%	22.35%	46.84%	14.81%	-0.62%
	3	20.61%	3.40%	4.92%	9.36%	2.94%	16.48%	23.86%	45.43%	14.24%	-0.86%
	4	21.37%	3.96%	5.38%	8.91%	3.12%	18.54%	25.16%	41.71%	14.58%	-0.80%
1978	1	21.60%	3.78%	5.43%	9.21%	3.18%	17.50%	25.14%	42.66%	14.71%	-0.62%
	2	22.45%	3.82%	6.43%	9.02%	3.18%	17.00%	28.65%	40.16%	14.18%	-0.80%
	3	23.04%	3.86%	7.02%	8.95%	3.20%	16.78%	30.47%	38.86%	13.89%	-0.87%
	4	24.52%	4.42%	7.66%	8.91%	3.53%	18.02%	31.24%	36.33%	14.41%	-1.14%
1979	1	24.57%	4.20%	7.23%	9.56%	3.58%	17.11%	29.43%	38.91%	14.55%	-0.82%
	2	26.31%	4.30%	8.20%	10.01%	3.81%	16.33%	31.15%	38.05%	14.46%	-1.00%
	3	26.97%	4.38%	8.41%	10.20%	3.99%	16.24%	31.17%	37.81%	14.78%	-0.93%
	4	29.11%	5.24%	9.34%	10.01%	4.52%	18.00%	32.08%	34.39%	15.53%	-0.98%
1980	1	28.24%	5.06%	8.54%	10.23%	4.41%	17.91%	30.25%	36.21%	15.63%	-0.96%
	2	30.23%	5.37%	9.68%	10.35%	4.83%	17.77%	32.03%	34.23%	15.97%	-1.29%
	3	30.62%	5.46%	9.57%	10.58%	5.01%	17.82%	31.24%	34.57%	16.37%	-1.34%
	4	27.33%	5.86%	8.09%	8.72%	4.66%	21.44%	29.60%	31.93%	17.04%	-1.43%
1981	1	26.49%	5.80%	7.55%	8.54%	4.59%	21.90%	28.52%	32.25%	17.33%	-1.39%
	2	27.49%	5.94%	7.72%	9.00%	4.84%	21.59%	28.09%	32.73%	17.59%	-1.59%
	3	28.71%	6.54%	8.07%	8.94%	5.16%	22.80%	28.12%	31.13%	17.96%	-1.69%
	4	26.05%	6.47%	7.18%	7.71%	4.69%	24.84%	27.55%	29.61%	18.00%	-1.91%
1982	1	26.13%	6.15%	6.76%	8.41%	4.80%	23.55%	25.88%	32.18%	18.38%	-1.76%
	2	25.43%	5.91%	6.38%	8.43%	4.71%	23.23%	25.08%	33.17%	18.52%	-1.95%
	3	23.92%	5.83%	5.66%	8.08%	4.34%	24.39%	23.68%	33.78%	18.15%	-2.00%
	4	22.32%	5.36%	4.73%	8.24%	3.99%	24.03%	21.19%	36.93%	17.86%	-1.88%
1983	1	23.19%	5.79%	4.69%	8.57%	4.14%	24.98%	20.21%	36.97%	17.85%	-1.94%
	2	22.52%	5.65%	4.18%	8.64%	4.04%	25.10%	18.58%	38.38%	17.94%	-1.91%
	3	21.52%	6.06%	4.22%	7.52%	3.72%	28.14%	19.60%	34.96%	17.30%	-2.34%
	4	19.77%	5.77%	3.96%	6.72%	3.32%	29.20%	20.05%	33.97%	16.78%	-2.04%
1984	1	22.02%	6.30%	4.62%	7.24%	3.87%	28.62%	20.97%	32.66%	17.55%	-1.98%
	2	23.54%	6.81%	5.26%	7.34%	4.14%	28.91%	22.35%	31.16%	17.58%	-2.00%
	3	20.88%	6.79%	3.64%	7.05%	3.41%	32.52%	17.42%	33.74%	16.32%	-3.49%
	4	21.76%	7.21%	4.16%	6.86%	3.54%	33.12%	19.10%	31.51%	16.27%	-3.28%
1985	1	21.73%	6.78%	3.68%	7.60%	3.66%	31.22%	16.95%	34.97%	16.86%	-3.76%
	2	22.26%	6.72%	3.66%	8.06%	3.83%	30.17%	16.45%	36.19%	17.19%	-3.48%
	3	22.09%	6.82%	3.94%	7.57%	3.76%	30.88%	17.82%	34.28%	17.03%	-3.44%
	4	21.34%	7.14%	4.16%	6.55%	3.49%	33.48%	19.50%	30.68%	16.33%	-3.42%
1986	1	20.09%	6.33%	3.25%	7.11%	3.39%	31.49%	16.20%	35.41%	16.90%	-3.62%
	2	18.84%	6.03%	2.69%	6.99%	3.13%	31.99%	14.28%	37.11%	16.62%	-3.91%
	3	18.72%	6.18%	2.96%	6.51%	3.07%	33.00%	15.83%	34.76%	16.42%	-3.87%
	4	18.22%	6.11%	3.23%	5.98%	2.90%	33.55%	17.73%	32.82%	15.90%	-3.97%
1987	1	19.81%	6.24%	3.77%	6.47%	3.33%	31.49%	19.04%	32.64%	16.83%	-4.40%
	2	19.01%	6.06%	3.84%	6.00%	3.11%	31.88%	20.20%	31.54%	16.38%	-4.22%
	3	18.35%	6.30%	3.93%	5.18%	2.94%	34.32%	21.40%	28.24%	16.04%	-4.44%
	4	17.70%	6.49%	3.54%	4.99%	2.68%	36.64%	20.02%	28.20%	15.15%	-4.69%
1988	1	20.10%	6.65%	4.53%	5.59%	3.33%	33.07%	22.53%	27.84%	16.56%	-3.11%
	2	19.99%	6.63%	4.15%	5.88%	3.33%	33.19%	20.77%	29.41%	16.64%	-2.71%
	3	19.23%	7.08%	3.82%	5.33%	3.00%	36.82%	19.88%	27.71%	15.59%	-2.81%
	4	17.20%	6.30%	3.32%	4.98%	2.59%	36.63%	19.33%	28.96%	15.09%	-2.14%

Los estimativos utilizados son aquellos obtenidos en la ecuación a del Cuadro 2.

GRAFICO 2

DESCOMPOSICION DE LOS MARGENES ESTIMADOS

EFECTOS ABSOLUTOS SOBRE LOS MARGENES



llegando al 32% en 1980, como consecuencia de la política de estabilización efectuada durante estos años, que consistió en fuertes gravámenes a la actividad de intermediación con el fin de restringir el crecimiento monetario. Estas acciones parecen haber tenido importantes efectos sobre los márgenes de intermediacion: éstos se elevaron de 20% a principios de 1977 a 30% a mediados de 1980. Durante este mismo período, el margen atribuible a los efectos de política se elevó de 3.8% a 9.7%. Durante la primera mitad de los años ochentas se produce una caída en la importancia de este factor hasta situarse en un nivel de contribución del orden de 18-20%, con algunas excepciones.

La contribución relativa del poder de mercado parece haber crecido sostenidamente a lo largo del período estudiado: contribuía

con únicamente el 13% en 1974, luego 16% en 1980, 20% en 1984, 33% en 1986 y 35% a finales de 1988. Esto, al tiempo que su efecto absoluto sobre los márgenes tuvo dos períodos sostenidos de relativa estabilidad: de 1974 a 1979 se mantuvo entre 2 y 4 puntos porcentuales y entre 1979 y 1988 estuvo entre 6 y 8 puntos.

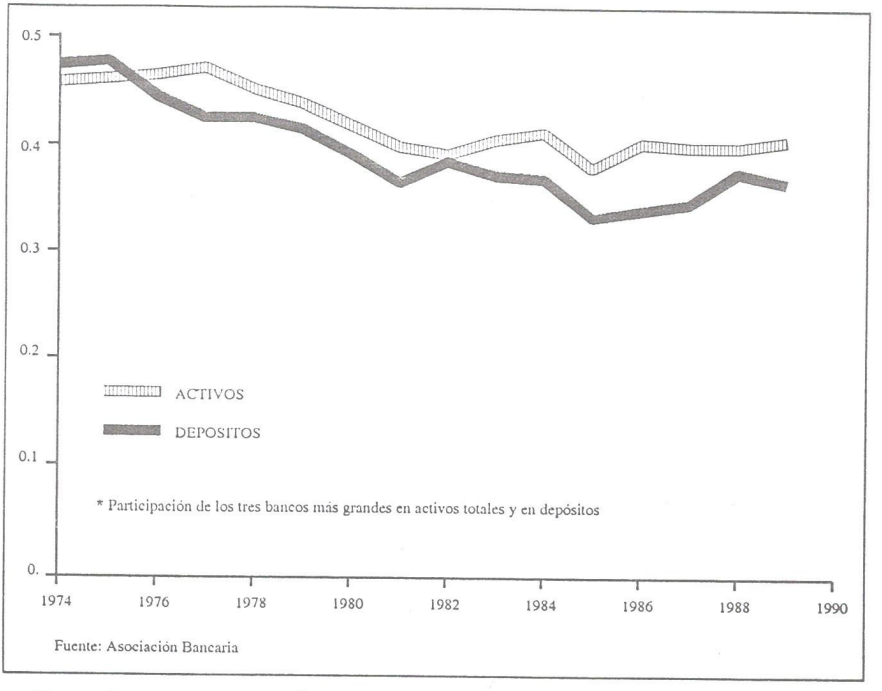
Tal como se mencionó en la sección A, este resultado proviene directamente del supuesto de constancia adoptado por el método de estimación escogido. Por esta razón se observa que el efecto directo de este factor sobre los márgenes se mantiene relativamente constante en el período estudiado, con algunas variaciones que pueden atribuirse a fluctuaciones de los demás efectos. Valdría la pena entonces hacer algunos comentarios sobre la validez empírica de este supuesto.

Generalmente es razonable pensar que la existencia de imperfecciones en el grado de competencia de un mercado tenderán a estar asociados a la medida en la cual esté concentrada la industria en unas pocas empresas. Se esperaría que en la medida en que hayan unas cuantas empresas muy grandes en el sector, será más factible que se ejerza poder de mercado a través de unos mayores precios[9]. En la Gráfica 1 se observa la evolución de un índice frecuentemente utilizado para medir el nivel de concentración de una industria: la participación porcentual de las tres empresas más grandes (CR3). Para el caso de los bancos comerciales en Colombia se tomó el total de activos por una parte y los depósitos, por otra. Por una parte, se encuentra que los niveles de concentración son sustanciales aunque no anormalmente altos para los países en desarrollo. En el caso de los activos totales, una comparación con cifras presentadas por de Rezende (1986) permite ver que existen países tales como Turquía (CR3 = 72% en 1983) y Tunisia (CR3 = 69% en 1982) con índices de concentración mucho mayores, a la vez que países tales como Venezuela (CR3 = 31%) y Ecuador (CR3 = 32% en 1983 para los bancos privados) exhiben niveles de concentración considerablemente menores a los observados en Colombia del 38-45% entre 1974 y 1989.

9. Este vínculo entre la estructura de un mercado (grado de concentración) y sus resultados (formación de precios y márgenes de ganancia) ha sido ampliamente analizado para el caso de las entidades bancarias en los Estados Unidos. Véase Gilbert (1984) para obtener una reseña muy completa de los estudios que van en esta línea.

GRAFICO 1

INDICES DE CONCENTRACION / Sector Bancario en Colombia



Fuente: Asociación Bancaria

Por otra parte se observa que el nivel de concentración en el sector bancario parece haberse disminuido entre 1974 y 1981, de manera modesta en el caso de activos totales, y más pronunciada para los depósitos. Para éstos últimos el proceso parece continuar hasta 1986 mientras que en los activos totales el índice de concentración se estabiliza a partir de 1982. Si se sospecha que el poder de mercado está corrrelacionado con el nivel de concentración, esta evolución nos sugiere que el supuesto de constancia tendría mayores dificultades al principio de la muestra cuando encontramos las mayores variaciones en los índices de concentración. Por lo tanto, es factible que las regresiones hayan subestimado en cierta medida el poder de mercado existente en los primeros años, y lo hayan sobreestimado en los años posteriores a 1981[10].

10. En otras palabras, si el poder de mercado se redujo al principio de la muestra y luego se estabiliza en cierta medida, al estimarse como una constante se tratará aproximar a su valor promedio. Este será menor que el valor verdadero durante el descenso y mayor que el valor durante la estabilización posterior.

En particular, en los últimos años de la muestra estos dos efectos tuvieron reducciones de importancia que llevaron a un descenso observado en los márgenes de intermediación.

Finalmente, en la última columna del Cuadro 3 se muestra que la sustitubilidad de los encajes en inversiones con rendimiento positivo tuvo un efecto de alivio sobre los márgenes de intermediación que podría representar entre medio punto porcentual y 4.7 puntos. Se observa que este efecto crece sostenidamente entre 1976 y 1987, como consecuencia de los aumentos en las tasas de interés de las inversiones sustitutivas. Por otra parte, estuvo afectado por el crecimiento mismo de los niveles de encajes en la segunda mitad de los setentas.

D. Consideraciones sobre la Estabilidad de los Parámetros Estimados[11]

1. Pruebas generales de estabilidad

Tal como se mencionó anteriormente, un supuesto esencial del método de estimación utilizado es la constancia de los parámetros a lo largo del período de estudio. Por otra parte, es igualmente crucial el suponer que todas las variables explicativas del modelo son exógenas. Para la tasa de interés pasiva, este supuesto parecía ser bastante razonable durante el primer sub-período (1974.1 - 1980. 1) durante el cual había un control administrativo de todas las tasas de las captaciones. En cambio para el segundo sub-período, en el cual la tasa del CDT ya era determinada en el mercado, era necesario suponer un alto grado de competencia en los depósitos de manera que la tasa pasiva fuera exógena. A continuación se harán algunos comentarios con respecto a estos supuestos.

Se realizó primero una prueba CUSUM sobre la estabilidad del conjunto de parámetros estimados, que consiste en la estimación mediante adiciones sucesivas de observaciones. La prueba establece unos intervalos de confianza para evaluar si los parámetros obtenidos varían de manera significativa cada vez que se agregan observaciones adicionales. Para la ecuación (a) utilizada en la

11. Una descripción de las pruebas realizadas en esta sección puede consultarse en Hall, Johnston & Lilien (1990).

sección C, se encontró que al 5% no hubo cambios importantes en los parámetros estimados.

Una segunda prueba consistió en una evaluación similar específicamente para el parámetro de poder de mercado, mediante un procedimiento de estimación recursiva de coeficientes. Esta prueba indicó la posibilidad de un quiebre estructural entre 1979 y 1980 en el cual dicho coeficiente muestra un salto significativo.

Por último, se efectuó una prueba de Chow sobre la constancia del conjunto de parámetros entre los dos sub-períodos delimitados: 1974.1 - 1980.1 y 1980.2 - 1988.4. Los resultados muestran que al 4.68% efectivamente ocurrió un cambio significativo entre un subperíodo y otro.

Así, aunque la estimación no pareció cambiar significativamente de una observación a la siguiente, parece haber un cambio importante como consecuencia de la liberación de las tasas del CDT a principios de los años ochentas. Por lo tanto, tal como se hizo en el caso de las estimaciones con costos marginales constantes, se corrieron las regresiones en forma separada para cada sub-período.

2. Estimación por subperíodos

Se encontraron resultados mucho más satisfactorios en el primer sub-período. Utilizando la misma especificación de la ecuación (a), la estimación arrojó un R^2 ajustado de 0.96 y un índice de poder de mercado de 1.27, significativamente mayor que uno al 4%. No hubo problemas de autocorrelación; la probabilidad de que el error fuera ruido blanco era del 48%. Para el segundo sub-período, tanto el R^2 como la significancia del índice de los coeficientes se reduce notoriamente y aparecen los problemas de autocorrelación. Esto hace pensar que posiblemente entre a jugar cierta endogeneidad de la tasa pasiva en el segundo período, el cual deberá captarse como un modelo apropiado como puede ser una estimación con ecuaciones simultáneas.

Con base en la estimación para el primer sub-período, se volvieron a descomponer los márgenes de intermediación estimados entre sus efectos principales, tal como se presenta en el Cuadro 3a. Esta descomposición luego se comparó con la efectuada anteriormente, con base en la estimación en el período completo. Esta

● CUADRO 3a

DESCOMPOSICION DE LOS MARGENES DE INTERMEDIACION - Estimación en el Primer Subperíodo

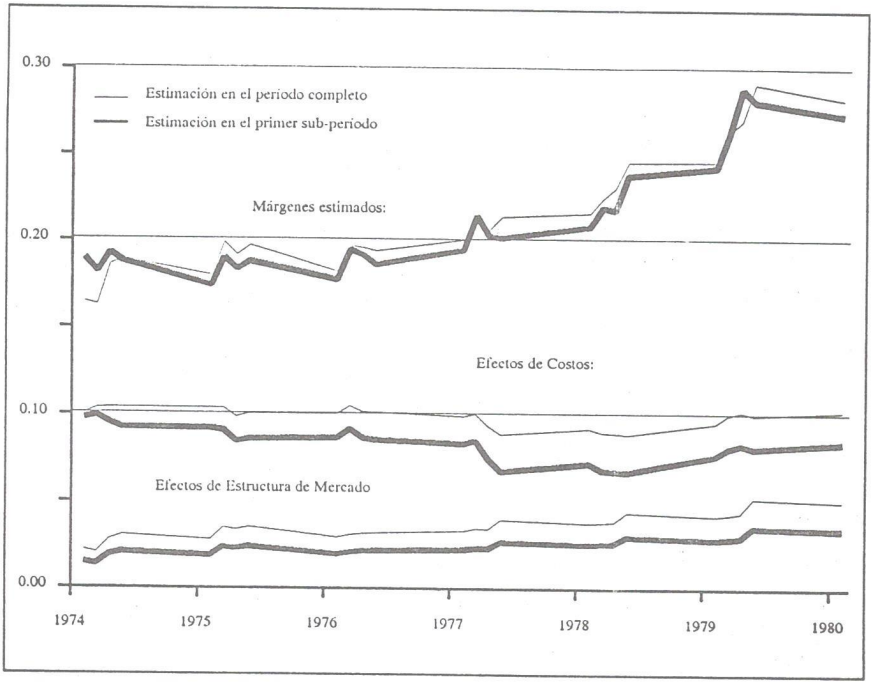
Año	Trim.	Margen de Intermediac. Estimada	Supuestos Alternativos				Participación (%) de los Efectos			
			Cero CMg más Cero Cargas Cuasi-Fiscales	Cero CMg más Cero Poder de Mercado	Cero Poder de Mercado más Cero Cargas Cuasi-Fiscales	Efectos Comb.	Efectos de Estructura de Mercado	Efectos de Política	Efectos de Costos	Efectos Comb.
1974	1	18.96%	1.47%	2.32%	9.81%	5.36%	7.77%	12.21%	51.76%	28.26%
	2	18.19%	1.38%	1.78%	9.93%	5.09%	7.59%	9.80%	54.59%	28.02%
	3	19.28%	1.90%	2.73%	9.55%	5.11%	9.86%	14.14%	49.52%	26.48%
	4	18.78%	2.08%	2.59%	9.26%	4.86%	11.05%	13.79%	49.28%	25.88%
1975	1	17.41%	1.90%	1.84%	9.24%	4.43%	10.91%	10.59%	53.09%	25.41%
	2	19.01%	2.35%	2.82%	9.13%	4.71%	12.38%	14.85%	48.00%	24.77%
	3	18.37%	2.31%	2.88%	8.52%	4.66%	12.57%	15.68%	46.41%	25.35%
	4	18.79%	2.39%	3.05%	8.63%	4.72%	12.72%	16.24%	45.90%	25.14%
1976	1	17.77%	1.98%	2.43%	8.69%	4.66%	11.17%	13.66%	48.92%	26.24%
	2	19.48%	2.09%	3.09%	9.16%	5.14%	10.75%	15.85%	47.00%	26.40%
	3	19.17%	2.16%	3.26%	8.70%	5.05%	11.27%	17.00%	45.40%	26.33%
	4	18.66%	2.17%	3.04%	8.59%	4.86%	11.62%	16.29%	46.03%	26.05%
1977	1	19.49%	2.24%	3.75%	8.35%	5.15%	11.49%	19.24%	42.85%	26.42%
	2	21.45%	2.34%	4.81%	8.53%	5.77%	10.93%	22.41%	39.78%	26.88%
	3	20.27%	2.31%	4.92%	7.48%	5.56%	11.40%	24.26%	36.89%	27.45%
	4	20.18%	2.70%	5.38%	6.78%	5.33%	13.36%	26.64%	33.58%	26.41%
1978	1	20.82%	2.57%	5.43%	7.23%	5.59%	12.35%	26.08%	34.75%	26.83%
	2	21.93%	2.60%	6.43%	6.85%	6.05%	11.85%	29.33%	31.23%	27.60%
	3	22.79%	2.63%	7.02%	6.79%	6.35%	11.54%	30.81%	29.80%	27.85%
	4	23.77%	3.01%	7.66%	6.75%	6.36%	12.65%	32.22%	28.39%	26.74%
1979	1	24.25%	2.86%	7.23%	7.70%	6.46%	11.79%	29.81%	31.75%	26.65%
	2	26.31%	2.92%	8.20%	8.12%	7.07%	11.12%	31.16%	30.85%	26.87%
	3	26.84%	2.98%	8.41%	8.32%	7.14%	11.10%	31.32%	30.98%	26.60%
	4	28.13%	3.56%	9.34%	8.12%	7.11%	12.67%	33.20%	28.87%	25.27%
1980	1	27.33%	3.44%	8.54%	8.44%	6.91%	12.59%	31.25%	30.88%	25.28%

comparación aparece en la Gráfica 3. Puede apreciarse que el margen estimado no cambia mucho de una estimación a otra con la excepción de un cambio de 2.5 puntos en 1974 y de 1 punto porcentual en 1980. Ocurren en cambio variaciones más sostenidas en los efectos estimados; los efectos de costos como los de estructura de mercado se reducen hasta en 2 puntos a lo largo de este subperíodo. Por otra parte, los efectos de política permanecen constantes en términos absolutos[12], así que los efectos combinados crecen significativamente.

12. Ya que éstos no dependen de la estimación.

GRAFICO 3

COMPARACION DE MARGENES ESTIMADOS



El análisis descrito en esta sección lleva a que se consideren relativamente robustos los resultados discutidos en secciones anteriores con relación al primer sub-período de la muestra, aunque con algunas pequeñas modificaciones en los efectos estimados (reducción en los efectos de costos y de poder de mercado). Por otra parte, este análisis sugiere que se tomen con mayor cautela los resultados concernientes a la segunda submuestra, en que surge una endogeneidad y plantea la necesidad de efectuar una estimación que incorpore este elemento.

3. Flexibilización de las funciones de costo marginal en el tiempo

Por último, se permitió la variación del término constante en la función de costos marginales del crédito, para capturar posibles progresos en eficiencia a lo largo del período de estudio. Esto se hizo

incluyendo a la ecuación de estimación básica (la ecuación una variable de tendencia en el tiempo. El resultado fue el siguiente[13]:

$$i_{mmg} = \underset{(5.48)}{0.263} - \underset{(-1.90)}{0.013\ LT} + \underset{(13.99)}{1.50\ V_{1mg}} - \underset{(-1.14)}{0.029\ V_2} + \underset{(2.09)}{0.003\ V_3} - \underset{(-4.16)}{0.008\ V_4}$$

$$- \underset{(-2.44)}{MA(3)} \qquad R^2 = 0.928$$

Probabilidad Ljung–Box de ausencia de autocorrelación: 0.2877

La ecuación (13) sugiere que ocurrió una mejora en eficiencia a lo largo del período que se ve reflejado en una disminución del efecto de los costos de intermediación sobre los márgenes, a través del coeficiente negativo y significativo de la variable LT. En el Cuadro 3b y la Gráfica 4 se muestra la descomposición de los márgenes con base en la estimación de la ecuación (13). Al comparar dicha descomposición con aquella surgida de la estimación original, se ve que el efecto de costos cae más rápidamente y aquél referente al poder de mercado crece más rápidamente. Esto se observa en la Gráfica 5, en donde el poder de mercado bajo la nueva estimación pasa a ser el factor más importante.

Por lo tanto, la inclusión de cierta flexibilización del efecto de costos lleva a concluir que posiblemente se haya dado una mejora de eficiencia en el sector bancario a lo largo del período estudiado, con efectos predecibles sobre los componentes del margen de intermediación.

E. Tratamiento del Riesgo

Los resultados descritos en las dos últimas secciones se obtuvieron de un modelo esencialmente determinístico en el cual no existía la incertidumbre acerca del cumplimiento de los prestatarios. Tal como se describe en detalle en Barajas (1992) este tipo de riesgo, al ser tomado en cuenta por los intermediarios puede llevar a cambios importantes en las reglas de comportamiento óptimo. Generalmente adopta dos formas básicas: (1) Un riesgo de tipo exógeno, que depende del ambiente general de negocios y de la

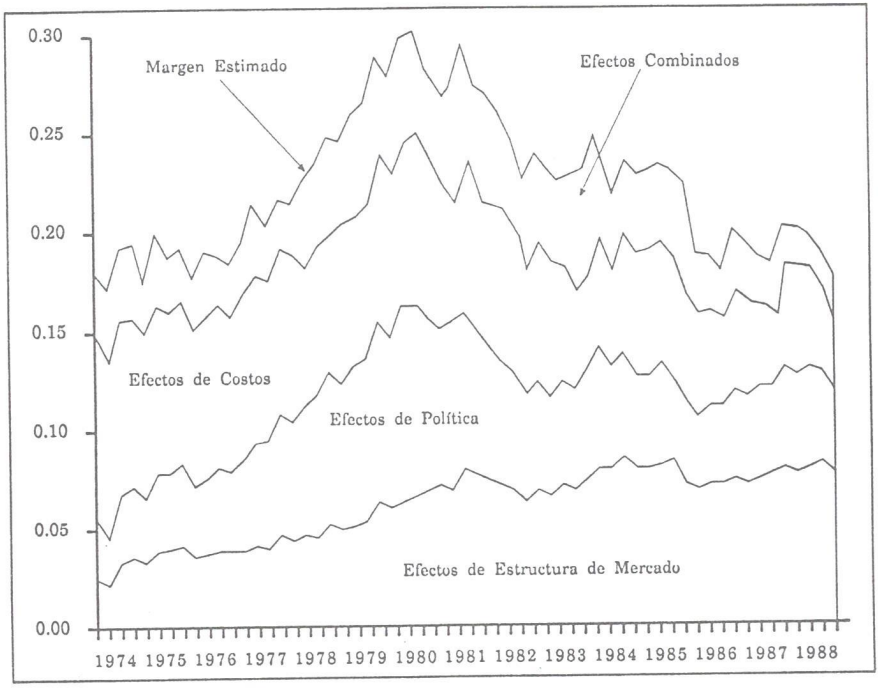
13. La variable LT es el logaritmo natural de la variable de tiempo que toma el valor de 1 en el primer trimestre, 2 en la siguiente y así sucesivamente.

CUADRO 3b

DESCOMPOSICION DE LOS MARGENES DE INTERMEDIACION - Curvas de Costos Cambiantes en el Tiempo

Año	Trim.	Margen de Intermediac. Estimada	Supuestos Alternativos				Participación (%) de los Efectos				
			Cero CMg más Cero Cargas Cuasi-Fiscales	Cero CMg más Cero Poder de Mercado	Cero Poder de Mercado más Cero Cargas Cuasi-Fiscales	Efectos Comb.	Efectos de Estructura de Mercado	Efectos de Política	Efectos de Costos	Efectos Comb.	Efecto Rendimiento de Invers. del Encaje
1974	1	18.10%	2.71%	2.32%	9.65%	3.42%	14.98%	12.79%	53.32%	18.91%	0.66%
	2	17.02%	2.54%	1.78%	9.61%	3.09%	14.93%	10.47%	56.47%	18.13%	-0.05%
	3	19.21%	3.50%	2.73%	9.46%	3.52%	18.21%	14.19%	49.27%	18.33%	-0.27%
	4	19.26%	3.82%	2.59%	9.35%	3.50%	19.83%	13.44%	48.55%	18.18%	-0.69%
1975	1	17.97%	3.50%	1.84%	9.28%	3.34%	19.47%	10.26%	51.65%	18.62%	-0.55%
	2	19.97%	4.33%	2.82%	9.17%	3.65%	21.70%	14.14%	45.89%	18.28%	-0.46%
	3	19.14%	4.25%	2.88%	8.69%	3.32%	22.20%	15.04%	45.39%	17.37%	-0.65%
	4	19.57%	4.40%	3.05%	8.75%	3.37%	22.49%	15.59%	44.72%	17.20%	-0.68%
1976	1	17.78%	3.65%	2.43%	8.73%	2.97%	20.55%	13.65%	49.10%	16.69%	-0.93%
	2	19.27%	3.85%	3.09%	9.06%	3.26%	20.01%	16.02%	47.04%	16.93%	-0.91%
	3	19.17%	3.98%	3.26%	8.74%	3.19%	20.75%	17.01%	45.59%	16.66%	-1.10%
	4	18.82%	3.99%	3.04%	8.67%	3.12%	21.21%	16.15%	46.09%	16.56%	-1.26%
1977	1	19.61%	4.12%	3.75%	8.47%	3.27%	21.02%	19.12%	43.16%	16.69%	-0.81%
	2	21.17%	4.31%	4.81%	8.56%	3.50%	20.38%	22.70%	40.41%	16.51%	-0.96%
	3	20.31%	4.26%	4.92%	7.92%	3.22%	20.95%	24.21%	38.99%	15.85%	-1.16%
	4	21.17%	4.96%	5.38%	7.49%	3.34%	23.44%	25.40%	35.39%	15.77%	-1.00%
1978	1	21.34%	4.73%	5.43%	7.74%	3.43%	22.18%	25.44%	36.29%	16.09%	-0.88%
	2	22.37%	4.78%	6.43%	7.56%	3.60%	21.38%	28.76%	33.78%	16.07%	-0.89%
	3	23.00%	4.84%	7.02%	7.47%	3.67%	21.05%	30.52%	32.48%	15.95%	-0.91%
	4	24.55%	5.54%	7.66%	7.39%	3.96%	22.55%	31.20%	30.10%	16.15%	-1.11%
1979	1	24.33%	5.27%	7.23%	7.91%	3.92%	21.65%	29.72%	32.52%	16.11%	-1.06%
	2	26.13%	5.38%	8.20%	8.27%	4.28%	20.60%	31.37%	31.66%	16.37%	-1.18%
	3	26.74%	5.49%	8.41%	8.41%	4.44%	20.52%	31.44%	31.44%	16.61%	-1.16%
	4	29.07%	6.56%	9.34%	8.22%	4.96%	22.57%	32.12%	28.26%	17.06%	-1.01%
1980	1	28.02%	6.34%	8.54%	8.39%	4.75%	22.61%	30.48%	29.95%	16.96%	-1.17%
	2	30.25%	6.73%	9.68%	8.50%	5.34%	22.24%	32.00%	28.11%	17.64%	-1.27%
	3	30.63%	6.83%	9.57%	8.71%	5.52%	22.31%	31.23%	28.45%	18.01%	-1.33%
	4	27.57%	7.34%	8.09%	7.20%	4.94%	26.61%	29.34%	26.12%	17.92%	-1.19%
1981	1	26.73%	7.27%	7.55%	7.07%	4.83%	27.20%	28.27%	26.47%	18.07%	-1.16%
	2	27.72%	7.44%	7.72%	7.46%	5.10%	26.82%	27.85%	26.91%	18.41%	-1.36%
	3	29.14%	8.20%	8.07%	7.43%	5.44%	28.13%	27.70%	25.50%	18.67%	-1.26%
	4	26.62%	8.11%	7.18%	6.45%	4.89%	30.44%	26.96%	24.23%	18.36%	-1.34%
1982	1	26.48%	7.71%	6.76%	7.04%	4.97%	29.11%	25.54%	26.59%	18.75%	-1.41%
	2	25.70%	7.40%	6.38%	7.07%	4.85%	28.80%	24.82%	27.51%	18.87%	-1.68%
	3	24.02%	7.31%	5.66%	6.74%	4.32%	30.42%	23.58%	28.04%	17.96%	-1.89%
	4	22.05%	6.72%	4.73%	6.82%	3.78%	30.46%	21.44%	30.93%	17.16%	-2.14%
1983	1	22.90%	7.26%	4.69%	7.08%	3.87%	31.68%	20.47%	30.93%	16.92%	-2.23%
	2	22.11%	7.08%	4.18%	7.14%	3.70%	32.02%	18.92%	32.30%	16.76%	-2.32%
	3	21.38%	7.59%	4.22%	6.21%	3.37%	35.48%	19.73%	29.02%	15.77%	-2.47%
	4	19.58%	7.23%	3.96%	5.49%	2.89%	36.94%	20.25%	28.05%	14.76%	-2.23%
1984	1	22.05%	7.90%	4.62%	5.98%	3.55%	35.81%	20.94%	27.12%	16.12%	-1.95%
	2	23.71%	8.53%	5.26%	6.05%	3.88%	35.95%	22.19%	25.50%	16.35%	-1.83%
	3	20.88%	8.51%	3.64%	5.79%	2.95%	40.74%	17.41%	27.71%	14.14%	-3.49%
	4	21.88%	9.03%	4.16%	5.60%	3.10%	41.26%	18.99%	25.61%	14.14%	-3.16%
1985	1	21.68%	8.50%	3.68%	6.26%	3.24%	39.19%	16.99%	28.89%	14.93%	-3.81%
	2	22.09%	8.41%	3.66%	6.64%	3.38%	38.08%	16.57%	30.05%	15.31%	-3.65%
	3	22.03%	8.54%	3.94%	6.22%	3.33%	38.79%	17.87%	28.24%	15.11%	-3.50%
	4	21.46%	8.95%	4.16%	5.33%	3.02%	41.71%	19.39%	24.84%	14.06%	-3.30%
1986	1	19.90%	7.92%	3.25%	5.84%	2.89%	39.81%	16.34%	29.34%	14.50%	-3.80%
	2	18.50%	7.55%	2.69%	5.72%	2.54%	40.80%	14.53%	30.93%	13.74%	-4.25%
	3	18.51%	7.74%	2.96%	5.31%	2.50%	41.81%	16.01%	28.68%	13.51%	-4.08%
	4	18.03%	7.66%	3.23%	4.82%	2.33%	42.46%	17.91%	26.73%	12.90%	-4.15%
1987	1	19.79%	7.82%	3.77%	5.28%	2.92%	39.50%	19.06%	26.67%	14.77%	-4.42%
	2	18.95%	7.59%	3.84%	4.84%	2.67%	40.07%	20.27%	25.55%	14.11%	-4.28%
	3	18.50%	7.89%	3.93%	4.17%	2.51%	42.65%	21.23%	22.55%	13.56%	-4.29%
	4	17.75%	8.12%	3.54%	3.96%	2.12%	45.77%	19.97%	22.33%	11.93%	-4.64%
1988	1	20.21%	8.33%	4.53%	4.49%	2.87%	41.20%	22.41%	22.20%	14.20%	-3.00%
	2	19.94%	8.31%	4.15%	4.71%	2.76%	41.68%	20.82%	23.64%	13.86%	-2.76%
	3	19.16%	8.87%	3.82%	4.20%	2.28%	46.27%	19.95%	21.90%	11.88%	-2.87%
	4	16.76%	7.89%	3.32%	3.82%	1.72%	47.07%	19.83%	22.82%	10.29%	-2.58%

GRAFICO 4
DESCOMPOSICION DE LOS MARGENES ESTIMADOS:
COSTOS CAMBIANTES EN EL TIEMPO



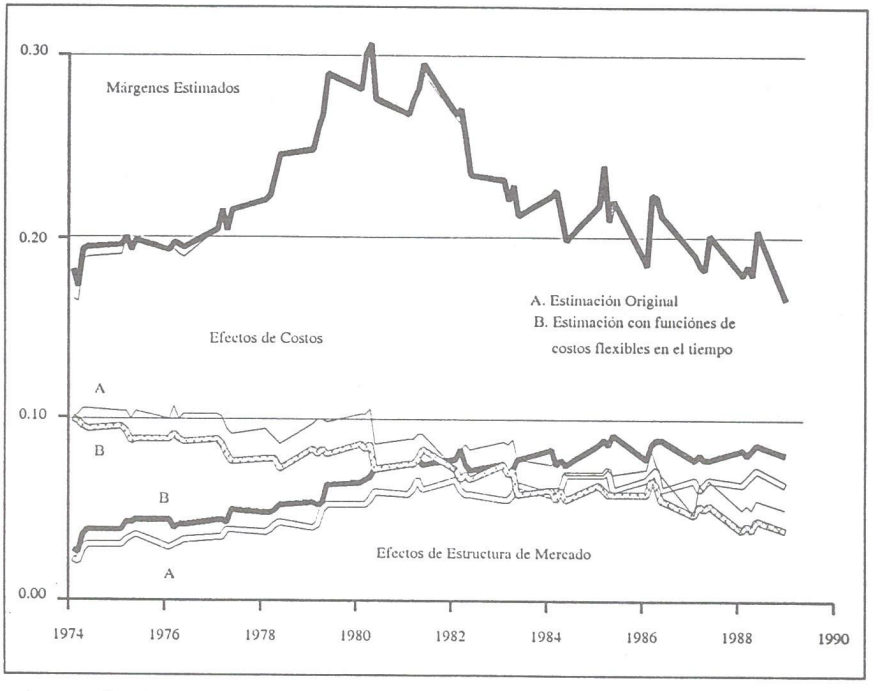
rentabilidad general de los proyectos de inversión en la economía y (2) un riesgo de tipo endógeno, que depende en cierta medida de las decisiones mismas de los bancos. De acuerdo con teorías microeconómicas modernas que hacen énfasis en las imperfecciones de la información existente, los aumentos en la tasa de interés activa producirán un aumento en el riesgo de no repago, debido a que llevan a los demandantes de crédito a escoger proyectos más riesgosos y a los prestamistas a escoger clientes con comportamientos que exhiben mayores niveles de riesgo[14].

Los dos tipos de riesgo tienen efectos disímiles sobre la fijación de tasas de interés por parte de los intermediarios. Mientras la

14. Ver Stiglitz-Weiss (1981) para el desarrollo teórico detrás de este razonamiento.

GRAFICO 5

COMPARACION DE MARGENES ESTIMADOS



existencia del riesgo exógeno inducirá a aumentos en la tasa activa, a través de los cuales se cobra una "prima" por el riesgo, el efecto del riesgo endógeno será el opuesto; el banco limitará los aumentos en dicha tasa con el fin de evitar una elevación perjudicial en los índices de vencimiento de cartera.

Sería útil entonces examinar la naturaleza de los riesgos de incumplimiento en la cartera de préstamos de las entidades bancarias en Colombia. Con esto en mente, se realizó una serie de estimaciones que buscaban relacionar las variaciones en los riesgos de no repago con factores de tipo exógeno y endógeno. Los resultados principales obtenidos para el período 1974 - 1988 se describen a continuación.

Las ecuaciones de estimación aparecen en el Cuadro 4. Como variable dependiente se tomó la medida de calidad de cartera, o sea

la relación entre Deudas de Dudoso Recaudo (DDR) y la Cartera Total de los bancos comerciales. Esta variable se corrió contra la tasa de crecimiento del PIB real trimestral, la tasa real de interés activa y se incluyó como variable explicativa el valor rezagado en un período de la calidad de la cartera. Esta última se utilizó con el fin de capturar la inercia existente en la naturaleza contable de las DDR. Por otra parte, el crecimiento de la actividad económica fue tomada como una proxy de lo que podrían ser elementos exógenos relacionados con la rentabilidad general de los negocios en la economía. Finalmente, la tasa de interés activa real refleja los factores de índole endógeno que están relacionados con los cambios que ocurren en el nivel de riesgo exhibido por los proyectos financiados y los demandantes de crédito ante cambios en los niveles de las tasas de interés.

Tal como era de esperarse, el componente inercial de las Deudas de Dudoso Recaudo que aparece en el Cuadro 4, es bastante significativo. Este elemento evita que se ajuste completamente el nivel de riesgo de la cartera de un trimestre a otro el nivel ante cambios en los factores exógenos y endógenos. Por su parte, el riesgo de incumplimiento parece responder en alguna medida a la tasa de crecimiento económico; en la medida en que éste se acelera ocurrirá una disminución -aunque no de manera completa en un trimestre- en el porcentaje de la cartera representada por las DDR. Finalmente, se encuentra que los factores endógenos sí parecen tener una incidencia marcada sobre los niveles de riesgo. En la medida en que crece la tasa de interés real activa, crecerá también - aunque también con un rezago - el riesgo de incumplimiento. Además este efecto parece ser más significativo que aquél relacionado a factores exógenos. En algunas estimaciones no se puede rechazar al 90% la hipótesis nula de que el ritmo de crecimiento económico no tiene ningún efecto sobre el riesgo, mientras que para la tasa de interés real esta hipótesis siempre se rechaza a niveles inclusive superiores al 95%.

Por lo tanto, ambos tipos de factores parecen estar presentes en el riesgo afrontado por las entidades bancarias en Colombia en sus operaciones de crédito. La pregunta que surge entonces es de cómo el riesgo es efectivamente tomado en cuenta para las decisiones de fijación de las tasas de interés activas en el sector bancario en

CUADRO 4

REGRESIONES DEL RIESGO DE INCUMPLIMIENTO: DDR/CARTERA TOTAL

	Constante	Riesgo (-1)	Crecimiento del PIB Real	Tasa de Interes Real RIL	RIM	Corrección de autorrelación		R2 aj.	Test de autocorrelación Ljung-Box Q-Stat	Prob	Rezag
a.		0.975	-0.222	0.091				0.98	58.15	0	15
		(46.70)	(-1.03)	(3.35)							
						MA(1)					
b.		0.969	-0.187	0.089		0.576		0.986	19.98	0.173	15
		(53.04)	(-0.99)	(3.74)		(4.86)					
						MA(1)					
c.	0.005	0.967	-0.429	0.0729		0.573		0.986	20.89	0.14	15
	(1.45)	(51.96)	(-1.64)	(2.79)		(4.77)					
d.	0.002	0.975	-0.394		0.075			0.981	61.95	0	15
	(0.55)	(46.78)	(-1.31)		(2.68)						
						MA(1)					
e.	0.004	0.97	-0.426		0.066	0.573		0.986	21.24	0.13	15
	(1.11)	(53.17)	(-1.62)		(2.69)	(4.76)					
						MA(1)	MA(4)				
f.	0.004	0.963	-0.397		0.071	0.427	0.232	0.985	20.62	0.149	15
	(1.04)	(52.34)	(-1.52)		(2.92)	(3.48)	(1.81)				
						MA(1)					
g.		0.971	-0.243		0.08	0.573		0.986	20.79	0.144	15
		(54.17)	(-1.26)		(3.76)	(4.82)					

Colombia. Tal como se mencionó anteriormente, las reglas de comportamiento cambian de acuerdo con la manera en que el sector percibe la probabilidad de que los préstamos otorgados sean incumplidos: Primero, si se piensa que el riesgo surge exclusivamente como resultado del ambiente general de negocios, los bancos deben cobrar una prima para compensar la pérdida de ingresos. Segundo, si por el contrario se ve el riesgo como el resultado exclusivo de factores endógenos, la regla óptima consistirá en fijar la tasa activa por debajo del nivel determinístico, o de riesgo cero. Además, este nivel óptimo tenderá a ser menos flexible a cambios en los costos directos e indirectos de intermediación. Por último, si se reconoce que ambos tipos de factores están presentes, entonces será necesario separar los dos efectos y reconocer cuándo un cambio determinado en el riesgo obedece al nivel general de rentabilidad de los proyectos de inversión en la economía, y cuándo es simplemente producto de las acciones mismas de los bancos al fijar las tasas activas. Por lo tanto, la regla óptima de comportamiento será compuesta de los dos componentes descritos.

La escogencia de un comportamiento por parte de los intermediarios enfrentados a niveles cambiantes de riesgo de no repago se complica aún más en la medida en que no conocen la naturaleza de las variaciones en dicho riesgo, o se deciden por tener un comportamiento que no corresponde a las reglas óptimas.

Respecto al segundo punto, existe una amplia literatura sobre experiencias internacionales de liberalización financiera. Se hace énfasis en que la debilidad regulatoria y estructural de ciertos sistemas financieros sometidos a procesos de liberalización llevó a que los intermediarios tomaran acciones excesivamente riesgosas, atentando así contra su propia estabilidad, y siendo el resultado final un desencadenamiento de crisis financieras. Estas experiencias muestran cómo en determinados casos los intermediarios pueden, en presencia de riesgo, tomar decisiones que tienden precisamente a elevarlo en contra de consideraciones óptimas.

Estas consideraciones llevan a la conclusión de que la incorporación del riesgo en la decisiones de determinación de las tasas activas de interés lleva implícitas numerosas complicaciones a nivel práctico. En particular, debe plantearsede qué manera las entidades bancarias forman expectativas acerca del riesgo y cómo

deciden responder a ellas. Probablemente tendría que utilizarse métodos de estimación de ecuaciones simultáneas en la medida en que surja la endogeneidad discutida en las páginas anteriores.

5. CONCLUSIONES Y COMENTARIOS FINALES

En este trabajo se desarrolló un modelo teórico basado en una hoja de balance resumida para las entidades bancarias en Colombia que permitiera ver cómo surgen las diferencias entre las tasas activas y pasivas. El modelo identificó tres tipos de factores que tienen incidencia sobre estos márgenes de intermediación financiera: las cargas indirectas impuestas al sector en forma de encajes e inversiones forzosas, los costos directos implícitos en estas actividades y, por último, la medida en la cual el mercado de crédito dista de ser perfectamente competitivo.

En la etapa empírica del trabajo se estimó la relación óptima obtenida en el modelo teórico entre la tasa activa y la pasiva. Se corrieron regresiones de mínimos cuadrados entre la tasa de interés activa y los costos financieros totales de la intermediación financiera, compuestos por la tasa pasiva, los porcentajes requeridos de encajes e inversiones forzosas (tanto sobre captaciones como colocaciones) y compensados en parte por sus respectivos rendimientos. Los parámetros estimados entonces reflejaban funciones de costos no financieros de intermediación y el grado de poder de mercado existente. De allí se procedió a una estimación de la incidencia de los tres tipos de factores en la formación de márgenes durante el período de estudio.

Se encontró que los tres factores fueron significativos. En particular, los costos no financieros tuvieron una importancia muy marcada, especialmente en los primeros años estudiados. Se observó también que disminuyó su aporte (tanto absoluto como relativo) a la brecha entre tasas activas y pasivas. Esto podría estar reflejando un proceso continuo de reducción de los costos de transacción involucrados en la ampliación de la base de depósitos y en el otorgamiento de nuevos préstamos. Sin embargo, hacia finales de 1988 persiste una presión sustancial de este factor sobre el margen, siendo todavía considerablemente mayor que tanto los efectos de estructura de mercado como los de política. Por lo tanto,

se ve que el sector bancario aún podría mejorar ampliamente su eficiencia en desarrollo de estas actividades, lo cual es consistente con la observación que se ha hecho repetidamente sobre los niveles persistentemente altos de sus costos operacionales.

Por otra parte, los resultados indican que el sector bancario opera bajo una estructura que se aleja de la competencia perfecta y que por ello resulta en un mark-up o sobrecosto que deben pagar los usuarios de los créditos. La estimación partió del supuesto de que este sobrecosto no sufrió grandes fluctuaciones a través de los años, lo cual hizo que se volviera cada vez más importante en términos relativos en la medida en que cedían las presiones por costos y cargas cuasi-fiscales. Las medidas de concentración de los mercados de activos y depósitos bancarios en Colombia dieron evidencia de un grado de concentración que, si bien no es anormal dentro de los patrones internacionales, parece consistente con la existencia de un poder de mercado. A través del tiempo se vio que la concentración por el lado activo no sufrió variaciones grandes mientras que con respecto a los depósitos parece haberse dado una disminución, sobre todo en los primeros años de la muestra.

También se encontró que los márgenes efectivamente están muy relacionados con el grado al cual se imponen cargas a las entidades bancarias. La imposición de inversiones forzosas como instrumento para afectar la asignación de crédito en la economía a lo largo del período, así como la fuerte elevación de los encajes con el fin de controlar en determinado momento la expansión de los medios de pago, tuvieron efectos marcados sobre los márgenes.

Estos resultados apuntan a que un acercamiento deseado entre las tasas activas y pasivas tendrá que provenir de una acción determinada en los tres frentes. Las políticas de liberalización de los últimos años han operado ya en la dirección de reducir en alguna medida las cargas cuasi-fiscales y a través de una mayor apertura del mercado a nuevos actores tanto domésticos como internacionales. Este último proceso se encuentra aún en su etapa inicial. Los resultados del presente trabajo sugieren que las ganancias potenciales de una mayor competencia la cual lógicamente traerá mejoras en la eficiencia de las entidades (y por ende, reducciones importantes en sus costos de producir depósitos y expandir su

cartera) serán enormes y allí posiblemente estará la clave en la reducción de los márgenes de intermediación.

Para finalizar, en la sección 4 se discute la importancia que pueden tener las consideraciones de riesgo así como las complicaciones que resultarían de su incorporación en estudios posteriores. Para el caso colombiano el riesgo implícito en la cartera de los bancos parece estar determinado por factores tanto exógenos como endógenos, siendo éstos últimos posiblemente más importantes. Su presencia plantea algunos interrogantes importantes acerca del comportamiento real de los bancos ante cambios en la calidad de la cartera.

APENDICE

1. La Ecuación de Estimación bajo Costos Marginales Variables

Se plantean funciones de costos marginales lineales con respecto a la cantidad real de captaciones (D*) y colocaciones (L*):

$$C_L = C_{L0} + C_{L1} * L^*$$
$$C_d = C_{d0} + D_{d1} * D^* \qquad \text{(A.1)}$$

Por lo tanto, la ecuación (9) de equilibrio entre las dos tasas quedará de la siguiente forma:

$$\frac{i_L \theta_L + i_{fr} \alpha_r - C_{L0} - C_{L1} L^*}{1 + \alpha_I} = \frac{i_d + C_{d0} + C_{d1} D^* - i_{fu} \alpha_u - i_\sigma \sigma \epsilon}{1 - \epsilon - \alpha_u} \qquad \text{(A.2)}$$

La ecuación de estimación entonces se obtiene mediante una reorganización de (A.1):

$$i_L = a0 + a1\ v1 + a2\ v2 + a3\ v3 + a4\ v4 \qquad \text{(A.3)}$$

$$a0 = C_{L0}/\theta_L$$
$$a1 = 1/\theta_L$$
$$a2 = C_{d0}/\theta_L$$
$$a3 = C_{d1}/\theta_L$$
$$a4 = C_{L1}/\theta_L$$
$$v1 = [(id - i_{fu} \alpha_u - i_\sigma \sigma\epsilon)(1 + \alpha_r)/(1 - \epsilon - \alpha_u)] - i_{fr} \alpha_r$$
$$v2 = (1 + \alpha_r)/(1 - \epsilon - \alpha_u)$$
$$v3 = D^* (1 + \alpha_r)/(1 - \epsilon - \alpha_u)$$
$$v4 = L^*$$

2. Descomposición de los Márgenes de Intermediación

Utilizando la ecuación (A.3) se llega a un valor estimado para la tasa de interés activa: iLe. Restando la tasa de interés pasiva (id)

se obtiene el margen estimado (me). Su descomposición se efectúa haciendo los siguientes supuestos:

a) Efecto de la Estructura de Mercado: Se supone que los dos efectos restantes son iguales a cero; los costos marginales son nulos y las cargas cuasi-fiscales son inexistentes. Esto tiene las siguientes implicaciones para los parámetros:

$$C_{L0} = C_{L1} = C_{d0} = C_{d1} = 0$$

$$v1 = i_d,\ v2 = 1,\ v3 = D^* \qquad \text{(A.4)}$$

Por lo tanto, la tasa activa estimada será: $i_{Le} = 1/\theta_L\ i_d$

El margen estimado será entonces $m^e = (1 - 1/\theta_L)\ i_d$

b) Efecto de las Variables de Política: En este caso los costos marginales son iguales a cero y el mercado es perfectamente competitivo:

$$C_{L0} = C_{L1} = C_{d0} = C_{d1} = 0 \qquad \text{(A.5)}$$

$$\theta_L = 1$$

Entonces, $i_{Le} = v1$

$$m^e = v1 - i_d$$

c) Efecto de los Costos de Transacción: Hay competencia perfecta y ausencia de cargas cuasi-fiscales:

$$\theta_L = 1 \qquad \text{(A.6)}$$

$$v1 = id,\ v2 = 1,\ v3 = D^*$$

Entonces, $i_{Lc} = C_{L0} + i_d + C_{d0} + C_{d1}\ D^* + C_{L1}\ L^*$

o también $i_{Le} = (a0\ \theta_L) + i_d + (a2\ \theta_L) + (a3\ \theta_L)\ D^* + (a4\ \theta_L)\ L^*$

$$m^e = (a0\ \theta_L) + (a2\ \theta_L) + (a3\ \theta_L)\ D^* + (a4\ \theta_L)\ L^*$$

BIBLIOGRAFIA

Asociación Bancaria de Colombia (1990): **Series estadísticas del Sistema Financiero Colombiano. Bancos Comerciales 1924-1989**. Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia.

Banco de la República (1991): "Notas Editoriales: La Situación de los Establecimientos de Crédito. Primer Semestre de 1991." **Revista del Banco de la República**, Agosto.

Baltensperger, E. (1980): "Alternative Approaches to the Theory of the Banking Firm", **Journal of Monetary Economics**, January.

Barajas, A. (1992): Un Modelo de Comportamiento para el Sector Bancario en Colombia. **Ensayos sobre Política Económica**. (No. 21, junio).

Carrizosa Serrano, M. (1985): "Las Tasas de Interés y el Ahorro Financiero en Colombia", en Asociación Bancaria de Colombia (ed.), **La Coyuntura del Sector Financiero y las Tasas de Interés**, Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia.

Correa, M.C. (1986). Consideraciones sobre el Régimen de Inversiones Forzosas y el Impuesto Inflacionario (1970-1985). **Ensayos sobre Política Económica**,(9).

Gilbert, R. Alton (1984): "Bank Market Structure and Competition", **Journal of Money, Credit, and Banking**. Vol 16 No. 4 (November, 1984, Part 2).

Hall, Robert E.; Johnston, Jack; Lilien, David M. (1990): **MicroTSP User's Manual Version 7.0** Irvine, California: Quantitative Micro Software.

Hanson, James A. y de Rezende Rocha, Roberto (1990): **High Interest Rates, Spreads, and the Costs of Intermediation. Two Studies.** Washington D.C.: World Bank, Industry and Finance Series Volume 18.

Judge, George G.; Hill, R. Carter; Griffiths, William E.; Lutkepohl, Helmut; Lee, Tsoung-Chao (1988): **Introduction to the Theory and Practice of Econometrics.** Second Edition. New York: Wiley & Sons.

McKinnon, R.I. (1991): **The Order of Economic Liberalization. Financial Control in the Transition to a Market Economy.** Baltimore: The Johns Hopkins Press.

Stiglitz, J. & Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. **Aamerican Economic Review, 71.**

Villanueva, D. & Mirakhor, A. (1990): "Strategies for Financial Reforms. Interest Rate Policies, Stabilization, and Bank Supervision in Developing Countries", IMF Staff Papers, 37, September.

COMENTARIO

*Alvaro Zarta Avila**

Quiero comenzar por manifestar que el presente comentario no le hace suficiente justicia al valioso documento del Doctor Barajas, debido a la brevedad del tiempo disponible para llevarlo a cabo. En todo caso, quiero agradecer a la Asociación Bancaria y en especial, a su Vicepresidente Técnico, Doctora Astrid Martínez por la invitación para presentar a ustedes estas breves notas.

El presente comentario va, entonces, a referirse a los siguientes puntos: 1) Contexto en el que se ubica el documento; 2) Sobre la estructura del sector financiero colombiano; 3) Sobre la eficiencia del sector financiero colombiano y 4) Acerca del tratamiento del riesgo en la determinación de las tasas activas de interés.

1. CONTEXTO NECESARIO

En el Informe sobre el Desarrollo Mundial 1989 que aborda el tema de Los Sistemas Financieros y el Desarrollo, elaborado por el Banco Mundial se afirma que: "En los próximos 10 años- y tal vez en los próximos 20- (período, entonces comprendido entre 1990 y 2010) la corriente neta de capital extranjero hacia la mayoría de los

* Consultor Económico, Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (FOGAFIN).

países en desarrollo será relativamente pequeña independientemente de cómo se resuelva la actual crisis de la deuda. Esto tendrá importantes repercusiones en el desarrollo del sector financiero. Los países en desarrollo se verán forzados a recurrir principalmente al ahorro interno para sufragar el costo de sus inversiones...La disminución de la corriente de fondos provenientes del exterior hará difícil vivir con un sistema financiero de poca actividad y escaso financiamiento a largo plazo"[1]. En otras palabras, la restricción de recursos externos, vigente al menos para la presente década, torna indispensable y prioritaria la labor de desarrollo de los sistemas financieros de estos países, especialmente en relación con lo que el sistema financiero aporta a la economía, o sea, cantidad y calidad de sus servicios, así como la eficiencia con que los proporciona.

Los sistemas financieros son la piedra angular de la inversión y, por consiguiente, del crecimiento. Para que haya eficiencia se necesita equilibrio entre los recursos de generación interna, el ahorro y la inversión organizados centralmente y los mecanismos financieros determinados por los mercados. Estos últimos son voluntarios y, por esta razón, el deseo de obtener utilidades y el temor a los riesgos influyen considerablemente en ellos. En virtud de la competencia, se espera que los costos de las transacciones se mantengan bajos, que el riesgo se asigne a quienes estén más dispuestos a asumirlo y que las inversiones sean efectuadas por quienes tengan las oportunidades más prometedoras.

Por esta vía de argumentación se podría llegar a establecer que la mayor diferencia entre países ricos y pobres es la eficacia con que han utilizado sus recursos. El aporte de los sistemas financieros al crecimiento consiste precisamente en que puedan incrementar esa eficacia.

Es, entonces, en este contexto general y necesario en que puede ubicarse el trabajo referido, que apunta a explicar porqué el sistema financiero colombiano, y en particular el sistema bancario en el período 1974-1988 se caracteriza por tener niveles particularmente altos de los márgenes entre tasas activas y pasivas de interés, o

1. Banco Mundial. Informe sobre el Desarrollo Mundial 1989. Los Sistemas Financieros y el Desarrollo. Washington, Julio de 1989.

márgenes de intermediación financiera lo cual tiene efectos directos y adversos sobre la profundización financiera y el crecimiento de la inversión productiva. Asimismo, examina los determinantes de los niveles de las tasas de interés en Colombia, desde la óptica de la actividad de intermediación de recursos.

Queda entonces clara la trascendencia que tiene para el funcionamiento de la economía colombiana de la presente década, la mayor comprensión que se alcance para actuar sobre los bajos niveles de eficiencia del sector bancario o en otras palabras sobre la reducción de los márgenes de intermediación, como un factor clave para contribuir a una mayor eficacia del sector y de la economía en su conjunto.

2. SOBRE LA ESTRUCTURA DEL SECTOR BANCARIO COLOMBIANO

En un trabajo presentado al XI Simposio sobre Mercado de Capitales de noviembre de 1988, de la Asociación Bancaria, por el actual Ministro de Hacienda y Crédito Público Doctor Rudolf Hommes, acerca de cómo mejorar la Eficiencia y la Competitividad en el sector financiero colombiano[2], se caracterizaba muy precisamente la organización del sector financiero colombiano, de aquél momento, como un oligopolio financiero. Afirmaba que en los mercados organizados como oligopolios coexisten indefinidamente las firmas grandes y las pequeñas, generalmente porque el sistema de precios y costos les permite a las últimas sobrevivir en un medio en el que las primeras obtienen márgenes cuantiosos, sin necesidad de realizar nuevas inversiones. Claramente, la organización de la producción de bienes o servicios en estos mercados oligopólicos dista mucho de ser eficiente.

La organización del sector financiero colombiano como un oligopolio se ilustraba con los siguientes argumentos, vigentes en aquel momento: en primer término, es casi imposible crear un nuevo banco, o algún otro intermediario de crédito; en segundo término, no se permite el ingreso de bancos extranjeros al país; en tercer lugar, se señalaba una fuerte evidencia de la concentración del poder de mercado en el sector financiero por parte del sector público

2. Macroeconomía, Mercado de Capitales y Negocio Financiero, Carlos Caballero Argáez. Editor, ASOBANCARIA, (1989).

que poseía en aquél entonces el 58.7% de los activos del sistema bancario, sin que tal sector mostrara indicios importantes de utilizar tal poder de mercado para fomentar la competencia; en cuarto lugar, se identificaba a los elevados márgenes de intermediación (superiores a los 10 puntos porcentuales anuales, en ese momento) para los préstamos diferentes a los de fomento como evidencia de concentración del poder de mercado. Finalmente, se mencionaba al comportamiento de la banca nacional cuando enfrenta la competencia de la banca extranjera, en el sentido de que cuando hay acceso del sector privado al crédito externo, los bancos colombianos son seguidores de precio acomodando sus márgenes para prestar a tasas de interés cercanas al costo internacional del capital, en tanto que cuando hay restricciones en el mercado internacional de crédito, los bancos nacionales imponen el precio, generalmente con márgenes más altos.

Cuál es la situación cuatro años después? Es claro que se ha avanzado en este proceso de dotar al sector financiero de una estructura organizativa más abierta y menos concentrada. Se han creado o transformado otras instituciones en nuevos bancos, está abierta la posibilidad de que bancos extranjeros ingresen al país, el sector público ha visto reducida su participación en el sistema bancario, tanto por las reprivatizaciones efectuadas como por las que están por venir, y el acceso al crédito externo por parte del sector privado no ha tenido restricciones, eliminándose de esta forma la posibilidad de que la banca nacional pueda imponer precios.

Sin embargo, los elevados márgenes de intermediación para los diferentes tipos de préstamos siguen vigentes como evidencia significativa de un cierto poder de mercado presente que se resiste a ceder y que tiene una gran capacidad de reacomodamiento a nuevas situaciones y a diferentes entornos macroeconómicos.

El trabajo que aquí se comenta tiene la gran virtud de aportar nueva evidencia empírica, sustentable no sólo por la vía de presentar argumentos analíticos sino también estadísticos, a la presencia de un cierto poder de mercado en la determinación de las tasas de interés del crédito por parte de las entidades financieras bancarias, y por esta vía en la incidencia sobre los márgenes de intermediación. Ello se hizo mediante la formulación y estimación de un

modelo econométrico, que busca formalizar el comportamiento de las entidades bancarias colombianas tomadas en conjunto, que considerando principios microeconómicos básicos llega a determinar una relación óptima entre tasas activas y pasivas de interés, y por esta vía sobre los márgenes de intermediación.

Lo interesante y novedoso de la formulación y estimación del modelo radica en haber identificado y cuantificado los tres tipos de factores que inciden en la determinación de las márgenes de intermediación financiera: las cargas cuasi-fiscales impuestas al sector en forma de encajes e inversiones forzosas, los costos directos implícitos en la actividad de intermediación y el poder de mercado que opera en el mercado de crédito.

Los resultados obtenidos demuestran que estos tres factores fueron significativos para el período de estudio 1974-1988. Es claro que al presente las cargas cuasi-fiscales se han reducido al mínimo (únicamente marcación de títulos de desarrollo agropecuario clases A y B, y desmonte de los títulos clase C que van hasta 1996), por lo que su incidencia podría considerarse en declive. En cuanto a los costos directos de la actividad de intermediación nos referiremos brevemente en el siguiente acápite. Y finalmente, el poder de mercado en el lado del crédito muestra que en el sector bancario opera una estructura poco competitiva, que resulta en un sobrecosto que deben pagar los usuarios de los créditos.

Lo que llama la atención de todo esto es que las medidas de concentración que refiere el estudio indican evidencia de un grado de concentración tanto en el mercado de activos como en el mercado de depósitos, lo cual indica que la existencia de un poder de mercado no sólo existe por el lado de las instituciones bancarias que asignan el crédito sino también por el lado de los depositantes que ofrecen sus recursos a éstas (empresas y personas). Y en este sentido, la reducción que se observa en el grado de concentración de los depósitos entre 1974 y 1988 no parece suficiente para considerar que en el mercado de los depósitos opera la competencia perfecta, uno de los supuestos fuertes del modelo. Más aún, al dividir en dos subperíodos los índices de concentración, casi igual como lo hace el autor para sus estimaciones, se observa que entre 1974 y 1981, el índice de concentración de depósitos se redujo, en tanto que entre 1981 y 1988 estuvo fluctuando alrededor del mismo valor en prome-

promedio. Esto probablemente contribuya a explicar porqué los resultados del modelo son mejores para el primer subperíodo, en tanto que hay problemas con el segundo subperíodo lo cual obliga al autor a proponer un modelo de ecuaciones simultáneas para resolver este problema "técnico".

En resumen, podría afirmarse que la estructura concentrada y poco competitiva del sector bancario colombiano tiene como contrapartida una estructura también concentrada y poco competitiva en la economía en su conjunto. Las relaciones tradicionales de clientela entre las instituciones bancarias y los usuarios de sus servicios no son fáciles de erradicar, a más de que el propio poder de mercado en las entidades o en los depositantes no es un obstáculo insalvable para que éstas se puedan transformar y modernizar hacia el futuro.

3. SOBRE LA EFICIENCIA DEL SECTOR FINANCIERO COLOMBIANO

El caso en que el poder del mercado no se utiliza para generar mayores excedentes, sino para sostener unos costos operacionales altos, es lo que lo mejor describe la organización del sector financiero colombiano, señalaba el Doctor Hommes en el documento referido. El caso en que el poder de mercado interactúa con los costos de transacción de las operaciones bancarias y las cargas cuasi-fiscales impuestas a las operaciones de los bancos, complementándose para registrar las variaciones en el tamaño del margen de intermediación de las entidades bancarias, es lo que busca explicar el trabajo del Doctor Barajas.

Es debido a esta interacción de factores que surge, en este último, en sus diversos cuadros-resumen, una columna de efectos combinados entre los tres factores, que según sus resultados es responsable de una ampliación de los márgenes de intermediación de 2 a 5 puntos porcentuales.

La persistencia de bajos niveles de eficiencia en el sector bancario en los años posteriores al estudio (1989-1991)[3], probablemente pueda ser explicada por esta interacción de factores, en especial de los costos operacionales interactuando ya no con las cargas cuasi-fiscales que se han reducido, sino con medidas de

3. Véase Notas Editoriales, Rev. Banco República, Agosto 1991.

política monetaria restrictiva de la liquidez, las cuales en presencia de un cierto poder de mercado que no se modifica sino lentamente, han probablemente producido la persistencia de los coeficientes de costos operacionales a activos productivos totales altos, haciendo que la eficiencia del sector permanezca estática, o en otras palabras, que sus niveles de ineficiencia no se vean reducidos.

Una hipótesis que se podría adicionar en relación con esta persistencia en la baja eficiencia del sector bancario, no incluida en el modelo, tiene que ver con un relativo bajo nivel de innovaciones en materia de servicios, así como una cobertura muy limitada de las innovaciones ya efectuadas. Recuérdese que la banca colombiana se resistió mucho tiempo a las innovaciones de cajeros y servicios relacionados, respecto de países como Venezuela y Ecuador, que los introdujeron con cuatro o cinco años de anterioridad. De otra parte se observa que factores administrativos internos relativos a su organización para atender volúmenes crecientes de transacciones están incidiendo para que se aumenten en vez de reducirse los tiempos y movimientos de las mismas, y por esta vía se afecten sus costos. No es difícil comprobar que el tiempo empleado hoy para efectuar una transacción en una entidad bancaria es mucho mayor que el tiempo que se empleaba cuatro o cinco años atrás.

Lo que sí se observa en los indicadores de eficiencia de todo el sector es que mientras los bancos tienen los valores más altos en tales indicadores, para el período 1987-1991, representativos de menor eficiencia, las Corporaciones Financieras han mantenido en dicho período porcentajes de costos operacionales entre 1 y 5 puntos porcentuales menores que los demás tipos de instituciones financieras, lo cual las coloca como las entidades más eficientes del sector. En el caso de las CAV que habían sido colocadas como punto de comparación por sus bajos costos de operación en el artículo citado por R. Hommes, se observa que en el período referido han visto incrementar sus costos de manera importante.

4. SOBRE EL TRATAMIENTO DEL RIESGO EN LA DETERMINACION DE LAS TASAS ACTIVAS DE INTERES

Uno de los aspectos interesantes que se abordan en el modelo Barajas es la incorporación del riesgo o incertidumbre acerca del cumplimiento de los deudores de las instituciones bancarias, o la

respuesta a la pregunta de cómo el riesgo es efectivamente tomado en cuenta para las decisiones de fijación de las tasas de interés activas por parte de las instituciones bancarias.

En las regresiones que efectúa el autor de la calidad de la cartera contra la tasa de crecimiento del PIB real, la tasa real de interés activa y el valor rezagado un período de la propia calidad de la cartera, encuentra la presencia tanto de riesgo exógeno como de riesgo endógeno, siendo probablemente predominante este último para todo el período considerado.

Como no hizo estimaciones por subperíodos para tratar de identificar que tipo de riesgo predominó antes de la crisis financiera y durante el período de la misma, es bien interesante el resultado del predominio de riesgo endógeno o riesgo inherente a las decisiones de las propias instituciones financieras para todo el período. Esto podría estar indicando que la autodisciplina de las entidades es la variable clave para colocar tasas activas de interés que eviten niveles indeseados de riesgo. Que durante la crisis se relajó esta autodisciplina, pero que una vez se hizo conciencia de esta situación se ha regresado a partir de 1987 y hasta el presente a una destacada autodisciplina que ha llevado la relación de cartera vencida -12 meses a activos totales de un nivel cercano al 6% en 1987 a un valor de 1% en 1991, sin incluir el Banco Cafetero, tal como se gráfica en las Notas Editoriales del Banco de la República, de Agosto 1991, pág. XVI.

Obviamente, que no todo es autodisciplina de las entidades, pues la modernización y supervisión eficaz de la Superintendencia Bancaria ha jugado un papel destacadísimo en todo este proceso, especialmente a partir de la adopción del Plan Unico de Cuentas en 1989, que al tener un alto nivel de desagregación de las diversas cuentas del Balance y otros estados, permite que un mayor flujo de información haga más fácil el monitoreo eficaz de las entidades.

Asimismo, la adopción explícita de un seguro de depósito para los principales tipos de depósito de las instituciones financieras en 1988, puso límite a un amplísimo seguro implícito y sin costo, vigente anteriormente, que alimentaba la creencia de que el gobierno no permitiría la quiebra de los intermediarios financieros. Ello ha contribuido a estructurar un mejor proceso administrativo

para resolver las situaciones de quiebras bancarias y de protección a los depositantes. Este sistema de seguro de depósito (SSD), es el que se perfila hacia el futuro como el instrumento a desarrollar y fortalecer para hacer frente de manera más tecnificada a los problemas de solvencia y riesgo por los que atraviesen los diversos tipos de instituciones afiliadas. A su vez requiere de un largo período de tiempo para afianzarse y desarrollarse como alternativa valedera frente al sistema implícito de protección a los depositantes (SIPD), vigente hasta la creación del FOGAFIN[4].

Estos tres factores, a saber, autodisciplina, supervisión eficaz y desarrollo de un SSD, junto con un mercado de capitales en desarrollo en el marco de una ya larga tradición de estabilidad macroeconómica de la economía colombiana, constituyen valiosos avances hacia la determinación de tasas de interés activas que eviten niveles indeseados de riesgo. A su vez, son condiciones necesarias para que avance el proceso de liberalización financiera y el sector pueda contribuir con mayor eficacia al crecimiento de la economía.

4. Para un estudio detallado de las reservas que debe constituir el FOGAFIN en los próximos 25 años véase ESTUDIOS SOBRE EL FONDO DE RESERVAS QUE RESPALDE AL SEGURO DE DEPOSITOS, de Luis Alberto Zuleta J, y Alvaro Zarta Avila,Bogotá, Noviembre 1991.

V

EL MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA: INSTRUMENTOS Y DESARROLLOS

CREDITO RURAL Y MERCADO DE CAPITALES

*Antonio Hernández Gamarra**

1. INTRODUCCION

Excluido el café, la tasa de crecimiento del sector agropecuario durante 1991 fue la más baja de los últimos cinco años; evolución que, según los más recientes estimativos, (Fedesarrollo 1992) empeorará en 1992, cuando por primera vez en mucho tiempo, el sector registrara un decrecimiento en el valor absoluto de su producción real[1]. A su vez, tanto en 1991 como en 1992 los precios de los alimentos han contribuido a elevar, más allá del promedio, el nivel del costo de vida. Si a ello se agrega que, por razones distintas a las puramente económicas, el clima de inversión en el campo es poco propicio no resulta extraña la insatisfacción de tirios y troyanos con el estado reciente de la economía agropecuaria,

* Ex-Decano de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Externado de Colombia. Ex-Presidente de la Financiera Eléctrica Nacional. Consultor Privado.

1. En 1991 el área sembrada en cultivos transitorios disminuyó en más de 100.000 hectáreas, según estimativos a la Sociedad de Agricultores, el DNP y el Ministerio de Agricultura. Fenómeno que no fue compensado por la elevación del área en los cultivos permanentes que creció en 37.000 hectáreas. Por lo que hace a la producción en 1991 los cultivos transitorios disminuyeron en 3%, con caídas espectaculares en ajonjolí (-61.9%), fríjol (-18.3%), arroz (-17.9%), soya (-16.6%) y trigo (-10.4%). Situación que parcialmente fue compensada pór aumento en los cultivos permanentes, en especial banano (16.1%), plátano para consumo interno (11.6%), frutales (23.5%), flores (9.7%), yuca (7.3%), palma africana (6.5%) y caña panelera (4.4%).

   Para 1992 FEDESARROLLO ha estimado una disminución del 13% del área sembrada en los cultivos transitorios especialmente en algodón, sorgo, soya, maíz y arroz, situación que nuevamente es compensada parcialmente por aumentos en las áreas de los cultivos permanentes (especialmente caña de azúcar y banano).

y la preocupación de algunos analistas sobre sus perspectivas futuras.

Siendo relativamente coincidentes los diagnósticos sobre lo precario del ritmo del crecimiento sectorial, existe poco consenso sobre las causas que lo han generado. Para la Sociedad de Agricultores "la difícil situación por la que atraviesan los productores agropecuarios del país tiene su explicación, en gran parte, por el recrudecimiento de la violencia en el campo, el manejo de la apertura y la política macro-económica, y la precariedad de la política sectorial" (SAC 1992, página 1). Específicamente este gremio juzga poca acertada la política cambiaria, insuficiente la política de protección a través de los aranceles y la franja de precios, e inadecuada para el fin propuesto la política oficial manifiesta en el Programa de Modernización y Diversificación del Sector Agropecuario, aprobado por el Conpes en octubre de 1991.

Por su parte los sectores cercanos al Ministerio de Agricultura, sin desconocer algunos de los efectos adversos de la política macroeconómica, enfatizan como causas del deterioro sectorial la sequía que ha afectado al país desde mediados del año pasado, la caída en los precios internacionales, la eliminación del CERT, los traumatismos en el proceso de paz, la acción de la delincuencia común en las zonas rurales y la situación de la Caja Agraria. (Finagro 1992 a.).

A su vez, uno de los analistas más conocedores de la política económica en general, y también de la sectorial, si bien lista como causas de la crisis motivaciones económicas internas (la situación del crédito rural, el impacto de la apertura y la política cambiaria), factores económicos externos (la recesión internacional y los bajos precios externos) y factores no económicos (el verano, la inseguridad y la presión del narcotráfico para sustituir cultivos tradicionales), agrega que la apertura económica no ha tenido el efecto devastador anunciado y que si bien la revaluación de 1991 y el primer trimestre de 1992 han afectado adversamente al sector, la tasa de cambio real vigente mantiene un nivel atractivo que permitirá un ritmo modesto pero creciente de las exportaciones (Junguito 1992).

De esa discrepancia de énfasis sobre la causalidad del fenómeno se siguen igualmente divergentes recomendaciones de política. No obstante, parte de la solución a la crisis se vislumbra en el adecuado

manejo de la política crediticia sectorial. Para Cano el crédito se debe ajustar a los peculiares ciclos de los precios y la estacionalidad de las cosechas (Cano 1992). Para Junguito la crisis de la Caja Agraria es muy profunda y su capitalización una prioridad de gasto público nacional pues "de no realizarse oportunamente la baja de la producción de alimentos, que en la actualidad está originada en el clima y los consecuentes retrasos en las siembras, se convertirá en un cuello de botella estructural" (Junguito 1992, página 6). A su vez Tobón ha señalado que los objetivos fundamentales de la política de crédito deberían ser: lograr una mayor eficiencia en la asignación de los recursos; incrementar el crédito de largo plazo; atender prioritariamente a los pequeños productores; y, elevar la oferta de recursos para satisfacer una demanda que teóricamente se verá incrementada a medida que alguna de las funciones del sector público agropecuario sean asumidas, dentro del proceso de modernización del Estado, por el sector privado. (Tobón 1992).

En el contexto descrito, es propósito de este trabajo examinar hasta qué punto el mantenimiento de una oferta de fondos especializada para el sector agropecuario en particular, y más generalmente para el sector rural podría sustentarse hacia el futuro en el mercado nacional de capitales.

Para el fin propuesto el documento consta, además de esta introducción, de tres secciones en las cuales se presentan sucesivamente un análisis de las fuentes de financiamiento del crédito agropecuario en el pasado; la valoración de la situación actual y algunas de sus implicaciones, para finalizar con el examen de posibles nuevas fuentes de financiamiento y el impacto que pudieran tener en la movilización y transferencia del ahorro a través del mercado de capitales.

2. EL FINANCIAMIENTO DEL SECTOR AGROPECUARIO EN EL PASADO

El crédito al Sector Agropecuario ha sido canalizado en el pasado por un conjunto de instituciones con características tan disímiles como el Fondo Nacional del Café, el INCORA, los Fondos Gana-

deros, los Bancos Comerciales (incluidos el Cafetero y el Ganadero), el Fondo Financiero Agropecuario[2] (FFAP) y la Caja Agraria.

La inexistencia de informaciones estadísticas periódicas, que mediante procedimientos metodológicos coherentes eviten duplicidades u omisiones de los recursos aportados por tales instituciones, dificulta hacer afirmaciones absolutamente precisas sobre la evolución y fuentes del financiamiento del crédito total, no obstante lo cual el problema puede abordarse con un grado razonable de aproximación mediante el análisis de la situación de la Caja Agraria y el FFAP, que en conjunto dieron cuenta en el pasado de casi las tres cuartas partes del crédito total (Hernández 1981, Pachón 1989).

2.1. La Caja Agraria[3]

La Caja Agraria desde su iniciación y hasta principios de la década de los 60 fue la organización de fomento por excelencia de la actividad agrícola, y como tal partícipe de acciones encaminadas a incorporar nuevas áreas a la producción a través de sus servicios crediticios, el desarrollo de programas de colonización, la construcción de obras de riego y avenamiento, la investigación en semillas y especies menores, la asistencia técnica y la difusión del uso de insumos modernos (en especial agroquímicos y maquinaria agrícola).

La creación de organismos especializados como el INCORA en 1961; la reestructuración y consolidación de las labores de investigación y transferencia tecnológica en el ICA, en particular a partir de la reforma administrativa de 1968; la progresiva modernización del campo y el desarrollo de la infraestructura física, que propició un papel más activo del sector privado en las labores de comercialización de bienes de capital e insumos; la creación a mediados de los años 60 del Fondo Financiero Agrario, y su posterior transformación, por la Ley 5o. de 1973 en el Fondo Financiero Agrope-

2. Transformado en virtud de la Ley 16 de 1990 en el Fondo para el Financiamiento del Sector Agropecuario (FINAGRO).

3. Esta sección se basa en dos trabajos anteriores del autor (ECONOMISTAS CONSULTORES ASOCIADOS 1989 y 1992) elaborados en estrecha colaboración con Homero Cuevas, Juan Correa y Antonio Zapata a quienes el autor expresa sus agradecimientos. Igualmente agradece a la Caja Agraria su autorización para utilizar en este documento parte del material contenido en esos trabajos.

cuario; y la evolución del sistema financiero nacional más acorde con la monetización y desarrollo de la economía fueron factores que modificaron el ámbito de la actividad de la Caja y la han debido llevar a una especialización en la provisión de servicios financieros. Sin embargo, esa transformación no se presentó, pues formalmente hasta mediados de 1991 (Decreto 1755 de julio 4 de 1991) siguió siendo un intermediario financiero con otras muchas funciones como la compra-venta de insumos y bienes de capital; la producción y distribución de semillas a través de siete plantas y el mantenimiento y manejo de cinco granjas de fomento ovino y bovino. Algunas de las cuales continúa ejerciendo hasta el presente.

Pese a esa promiscuidad de funciones, la Caja constituye el más grande intermediario financiero del país en términos de activos y de la red de sucursales y agencias, con 883 en total, 492 de las cuales están situadas en localidades en donde ninguna otra entidad presta servicios bancarios. A finales de 1990, concentraba el 35% del mercado del redescuento, 31% de los depósitos de ahorro, 9% de las cuentas corrientes, 5% de los CDTs y 17% de los préstamos bancarios, desempeñando un importante papel en la financiación del sector agropecuario y casi exclusivo en la provisión de crédito para los pequeños agricultores.

La naturaleza de muchas de las funciones que la Caja desempeñó en el pasado y la concepción imperante sobre la promoción y financiamiento del desarrollo económico condujeron a que hasta mediados de los años setentas su financiación en buena parte se efectuara a través de recursos de bajo costo del Banco de la República, de inversiones forzosas de la banca comercial y de aportes presupuestales forzados, en el sentido de que en muchos casos la Nación terminó asumiendo empréstitos que originalmente contrajo la Caja. Estructura de financiamiento que ha variado en los últimos años, como se desprende del siguiente resumen, basado en los datos de la Tabla 1.

- Los recursos patrimoniales que en 1958 financiaban un cuarto de los activos totales desde el inicio de los años setentas sólo han alcanzado a cubrir una octava parte de él; puede afirmarse entonces que, en términos relativos, los recursos patrimoniales se han reducido a la mitad. Situación que se ha agravado

TABLA 1

CAJA AGRARIA: FUENTES DE FINANCIAMIENTO DEL ACTIVO

Porcentajes

	RECURSOS DEL MERCADO								REDESCUENTOS		
	SIN COSTO			CON COSTO				TOTAL	BANCO DE LA REPU-BLICA	OTROS	TOTAL
AÑOS	Cta. Cte.	Otros	Subtotal	Ahorro	CDT	Otros	Subtotal				
1958	6.57	8.65	15.23	24.94	0.00	0.49	25.43	40.66	20.51	0.00	20.51
1962	8.89	13.69	22.59	22.05	0.00	0.08	22.13	44.72	22.41	0.00	22.41
1966	8.71	4.37	13.08	23.33	0.00	0.68	24.01	37.09	26.11	0.02	26.13
1970	10.93	3.98	14.91	21.06	0.00	1.07	22.13	37.04	28.33	5.09	33.42
1974	11.60	3.73	15.33	26.71	0.00	5.05	31.76	47.10	20.97	5.08	26.05
1978	14.33	4.79	19.12	33.62	0.03	0.93	34.58	53.70	9.96	13.26	23.22
1982	15.60	4.18	19.78	27.68	4.28	1.15	33.11	52.89	4.75	13.08	17.83
1986	13.89	3.38	17.28	21.34	6.92	1.83	30.09	47.37	4.55	15.31	19.86
1987	14.10	4.74	18.84	21.33	6.82	1.26	29.41	48.25	3.31	16.89	20.20
1988	13.56	5.12	18.68	20.09	5.47	1.94	27.51	46.19	2.07	19.55	21.62
1989	13.87	4.08	17.95	18.23	5.00	2.40	25.63	43.58	1.00	22.00	23.00
1990	14.10	3.47	17.57	18.19	6.23	0.22	24.64	42.20	0.60	22.23	22.83
1991	12.72	3.91	16.63	20.16	8.43	0.51	29.14	45.78	0.49	24.53	25.02

AÑOS	Bonos Ley 90	Pasivo Laboral	Otros Pasivos	Total Pasivos	Patrimonio	Total Pasivos y Patrimonio	Activo Total Millones de Pesos	
							Corrientes	Constantes*
1958	9.13	0.00	4.13	74.43	25.57	100.00	1,206.3	8,555.3
1962	11.34	0.00	4.31	82.77	17.23	100.00	2,126.1	12,080.1
1966	11.22	0.00	9.81	84.29	15.76	100.00	3,711.3	12,168.2
1970	10.30	0.87	9.39	91.22	8.78	100.00	7,563.9	17,672.7
1974	9.72	2.37	9.09	94.32	5.68	100.00	15,082.5	17,558.2
1978	11.59	4.94	5.66	99.12	8.88	100.00	32,648.2	17,347.6
1982	8.16	17.28	8.94	105.09	(5.09)	100.00	93,304.7	24,053.8
1986	5.68	12.92	6.04	91.87	8.13	100.00	298,545.2	33,416.7
1987	6.01	12.54	5.17	92.17	7.83	100.00	377,355.2	33,443.1
1988	5.81	11.91	6.83	92.37	7.63	100.00	477,638.0	35,291.3
1989	5.28	10.92	7.48	90.27	9.73	100.00	653,059.0	40,712.7
1990	5.46	12.89	10.69	94.06	5.94	100.00	821,189.0	40,574.7
1991	4.66	13.78	11.03	100.25	(0.25)	100.00	912,910.0	35,657.4

*Pesos constantes de 1975. Se utilizó como deflactor el índice de precios implícitos del PIB agropecuario.

Fuente: Balances Caja Agraria.

recientemente, pues, como también fue el caso de 1982 y 83, el patrimonio ha llegado a ser negativo.

- Las cuentas corrientes mejoraron de manera significativa al duplicar su contribución al financiamiento de los activos de la Caja, pero los efectos positivos que sobre sus resultados operacionales se hubiesen podido obtener como consecuencia de ello se han visto menguados por las medidas que sobre encajes para depósitos oficiales ha tomado la autoridad monetaria a efectos de la política de estabilización. El mayor nivel de encajes a que han sido sometidos los depósitos oficiales afecta negativamente en mayor medida a la Caja por su capacidad para manejar tales depósitos, en especial en aquellos sitios donde actúa como única agencia bancaria.
- Otros recursos del mercado, con costo financiero directo, especialmente ahorros y CDTs han mantenido en conjunto su participación en el financiamiento; pero su composición interna ha evolucionado hacia el más rápido crecimiento de los CDTs, lo cual ha incidido negativamente en el costo medio de las captaciones.
- Sin embargo, la mayor transformación en las fuentes de financiación es la caída que sufren los fondos provenientes del Banco de la República y los bonos de la Ley 90 de 1948. Estas fuentes de recursos representados entre 1958 y 1974 alrededor de un tercio de los activos totales de la Entidad y desde entonces empezaron a descender de manera dramática hasta sólo constituir un poco más de una veinteava parte en los últimos años.
- Destaca, igualmente, la importancia que han ido ganando los pasivos laborales, ya que hasta antes de 1974 no se hacían provisiones para el pago de las cesantías y desde entonces estas provisiones y las de las pensiones de jubilación empezaron a crecer alcanzando en conjunto en la última década un valor equivalente al 12% de los activos totales.

En síntesis, hasta 1970 los recursos de costo financiero nominal inferior al 4% (crédito del Banco de la República, bonos de la Ley 90 y las cuentas de ahorro) constituían más del 80% de las fuentes totales. Cuando esta cifra se compara con la correspondiente a la situación reciente se puede concluir que en los pasados 35 años la

Caja enfrentó un cambio notable en las fuentes de su financiamiento ya que las de bajo costo como son el capital, los redescuentos directos del Banco de la República, los bonos de la Ley 90, y los depósitos de ahorro, perdieron importancia como fuentes financieras y vinieron a ser sustituidas parcialmente por el aumento de las cuentas corrientes, pero muy especialmente por el acelerado crecimiento de los redescuentos, especialmente de los otorgados por el FFAP.

Este cambio es significativo pues el aumento de las cuentas corrientes, que en buena parte fue impulsado para aminorar los efectos del cambio en la composición de los demás pasivos, no compensó el encarecimiento de las demás fuentes y por lo tanto a lo largo del período se produjo un encarecimiento de la tasa media de captación.

Ese encarecimiento, no fue compensado ni por incrementos en las tasas de interés activas, ni por una política real de capitalización pues si bien la Caja ha recibido importantes apoyos del Presupuesto Nacional, la característica general de tales capitalizaciones consistió en que el Gobierno Nacional le entregó a la Caja Pagarés de muy bajo rendimiento y de larguísima maduración, con lo cual su capacidad operativa y su situación financiera no sufrió modificaciones importantes, ya que los valores que efectivamente se recibieron fueron de un poder adquisitivo muy inferior al monto de las sumas nominalmente capitalizadas y sólo se reflejó de manera tardía en una mayor disponibilidad de recursos para el crédito.

En ese sentido, las capitalizaciones que la Caja recibió hasta antes de 1976 le fueron más benéficas. Hasta entonces, el gobierno generalmente capitalizaba recursos que la Caja se encontraba administrando fiduciariamente, para lo cual el presupuesto nacional se hacía cargo de las obligaciones originarias, que usualmente eran de origen externo. Para decirlo brevemente, antes de 1976 primero se otorgaban los recursos del capital y luego se contabilizaban como tal y a partir de entonces se invirtió el proceso pues,

en especial entre 1976 y 1984, primero se contabilizaron los aportes y luego se le suministraron efectivamente[4].

Las limitaciones de índole política para elevar las tasas de interés del crédito agropecuario, el retraso tecnológico de la Caja y la ilusión de capitalizaciones que sólo lo fueron en el papel como se acaba de reseñar, han contribuido muy poco a estimular una mayor participación de la Caja en el mercado de fondos prestables y a la diversificación de sus financiamientos pues, como antes se dijo, la Caja terminó por apoyarse en muy buena parte de los redescuen-

4. La lista de las capitalizaciones de la Caja Agraria es larga y no exenta de traumatismos. El Decreto Legislativo 216 de 1958 dispuso una apropiación anual de 25 millones de pesos, durante 10 años para aumentar el aporte del Estado. Pero en su Informe de Gerencia de Junio de 1961 el Doctor Abdón Espinosa Valderrama consignó: la capitalización "ha proseguido con la lentitud característica. En 1958, el capital sólo se incrementó por la Nación en $390.610.00. En 1959 el aumento, del mismo origen, fue de $5.002.830.00. En 1960 se elevó, también por la Nación, en $11.245.810.00. En 1961, hasta el momento de entrar en prensa este informe, el crecimiento del aporte nacional había sido de $19.955.460.00".

A su vez en el Informe de 1965 el Doctor José Elías del Hierro expresó: "los aportes del Estado como capital de la Caja han sido hechos, en su mayor parte, en bienes como los distritos de riego del Tolima, o en cartera de difícil cobro como la correspondiente a la vivienda rural del Instituto de Crédito Territorial, y en los activos de entidades en liquidación como el Fondo Rotatorio de Fomento Económico, el Fondo Nacional de Ganadería y del Banco Agrícola Hipotecario". Por su parte el Gerente Vargas Salgado informó en 1970 que mediante el Decreto 1321 de dicho año el gobierno asumirá el pago de los empréstitos que el Banco Mundial y el Banco Interamericano le habían hecho a la Caja con ocasión de los programas de fomento ganadero y agrícola. Sin embargo, en 1974 el Gerente Araújo Noguera expresó que: "la Institución, hasta diciembre de 1974, tuvo que cancelar al Banco Mundial y al BID más de $200 millones, pese a que el gobierno según el Decreto 1321 de Julio de 1970, se comprometió a asumir los servicios de esa deuda".

En 1971, se expidió la Ley 33 que le ordenó al gobierno apropiar anualmente durante 10 años una partida no menor de $200 millones, en términos de valor constante de Diciembre de 1971, para pagar acciones de la clase A de la Caja Agraria. Esta Ley tuvo un cumplimiento muy parcial entre 1972 y 1976 pues la Caja sólo recibió $237 millones de los $1.439 que ha debido recibir. En 1976 el gobierno para cancelar las obligaciones pendientes provenientes de la Ley 33 entregó un pagaré de 24 cuotas sin reconocer intereses sobre las sumas adeudadas. Las siguientes liquidaciones correspondientes a esa ley fueron menos desventajosas porque los pagos se pactaron en menos cuotas semestrales y con intereses del 18% anual.

La Ley 16 de 1982 estableció que la vigencia de la Ley 33 de 1971 se prorrogaría por 10 años y en virtud de esa norma se liquidó en diciembre de 1988 una deuda por valor de $22.243 millones, con las siguientes condiciones: plazo de 12 años; período de gracia de 3 años amortización en nueve cuotas anuales sucesivas; tasa de interés de 10% para los primeros $10.000 millones y 6% sobre la diferencia. En realidad sólo la Ley 68 de 1983, que determinó que parte del impuesto del 2% del valor CIF de las importaciones sería para la Caja, le significó a la Institución una capitalización de dinero en efectivo.

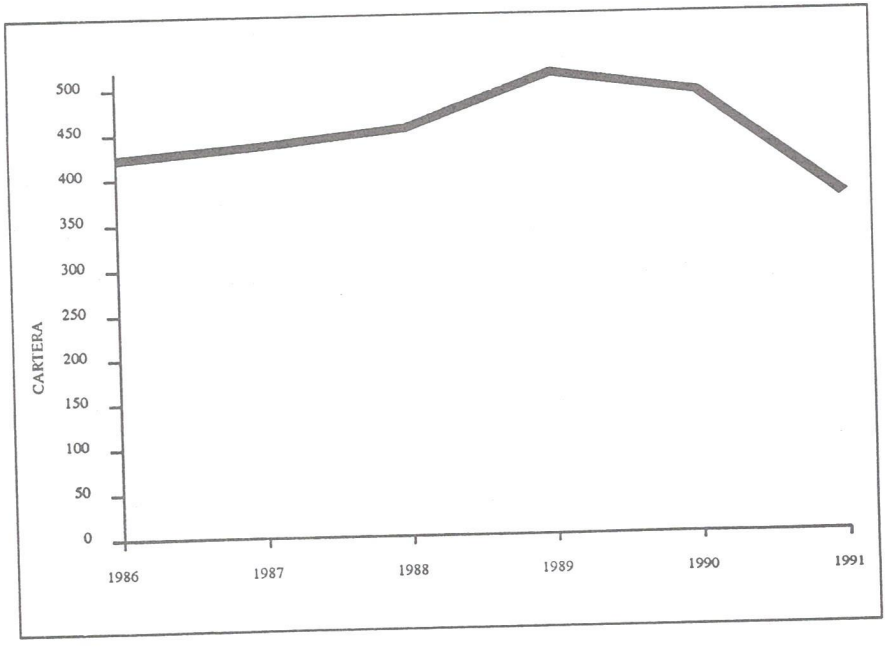
tos del FFAP[5], pese a lo cual sus actividades crediticias han disminuido como puede verse en las cifras de la Gráfica 1.

CUADRO 1

CAJA AGRARIA: EVOLUCION RECIENTE DE LA CARTERA

Millones de pesos constantes de 1990

AÑO	CARTERA	INDICE
1986	422,415	85.9
1987	436,225	88.7
1988	454,185	92.3
1989	514,187	104.5
1990	491,948	100.0
1991	373,983	76.0



5. Que tampoco era un mecanismo apropiado para cumplir labores de intermediación y profundización financiera en el mercado de capitales, como se analiza más adelante.

2.2. El Fondo Financiero Agropecuario

Creado en virtud de las disposiciones contenidas en la Ley 5a. de 1973, el FFAP se nutrió a lo largo de sus 17 años de existencia en gran parte de recursos provenientes de inversiones forzosas.

Inicialmente los recursos estuvieron constituidos por los títulos clase A que los bancos debían suscribir en proporción al tamaño de las colocaciones y también por el suministro de recursos que a través de la emisión ponía a su disposición el Banco de la República (Tablas 2 y 3).

TABLA 2

FONDO FINANCIERO AGROPECUARIO

Redescuentos y Recursos

AÑOS	REDESCUENTOS Millones de Pesos		RECURSOS Millones de Pesos		CREDITO BANREPUBLICA*
	Corrientes	Constantes	Corrientes	Constantes	
1974	3,246	3,779	2,861	3,331	385
1975	4,847	4,847	4,847	4,847	0
1976	6,440	5,107	5,538	4,392	902
1977	10,257	5,888	7,781	4,467	2,476
1978	13,696	7,277	11,987	6,369	1,709
1979	19,299	8,829	19,299	8,829	0
1980	23,897	9,327	23,897	9,327	0
1981	32,125	10,366	32,125	10,366	0
1982	40,060	10,327	41,963	10,818	(1,903)
1983	53,843	11,700	54,324	11,805	(481)
1984	67,680	12,739	66,541	12,525	1,139
1985	83,976	12,786	84,592	12,880	(616)
1986	102,341	11,686	101,988	11,646	353
1987	123,358	10,933	130,658	11,580	(7,300)
1988	159,691	11,799	169,539	12,526	(9,838)
1989	216,947	13,525	229,011	14,277	(12,064)
1990	274,915	13,583	299,161	14,781	(24,246)

Fuente: Revista Banco de la República

Pesos Constantes de 1975, utilizando como deflactor el Indice de Precios PIB Agropecuario.

*Crédito del Banco de la República en millones de pesos corrientes.

TABLA 3

FONDO FINANCIERO AGROPECUARIO

Fuentes de Recursos

AÑOS	PORCENTAJES					Total*
	Titulos Clase A	Inversiones de Encaje	Titulos Agro-industriales	Otros	Total	
1974	100.0	0.0	0.0	0.0	100.0	2,861
1975	100.0	0.0	0.0	0.0	100.0	4,847
1976	100.0	0.0	0.0	0.0	100.0	5,538
1977	99.2	0.0	0.0	0.8	100.0	7,781
1978	74.6	13.7	0.0	11.7	100.0	11,987
1979	61.4	15.9	17.0	5.7	100.0	19,299
1980	67.2	27.9	0.0	4.9	100.0	23,897
1981	63.1	27.2	6.2	3.5	100.0	32,125
1982	59.9	16.5	20.3	3.3	100.0	41,963
1983	64.0	23.1	10.8	2.1	100.0	54,324
1984	56.2	28.8	13.5	1.5	100.0	66,541
1985	52.0	33.4	13.5	1.1	100.0	84,592
1986	49.4	48.4	0.5	1.7	100.0	101,988
1987	48.0	42.8	6.7	2.4	100.0	130,658
1988	58.1	34.5	3.8	3.6	100.0	169,529
1989	53.0	33.7	3.6	9.7	100.0	229,011
1990	50.8	35.9	1.0	12.4	100.0	299,161

Fuente: Con base en la Revista del Banco de la República

*Millones de pesos corrientes

A partir de 1978, mediante la Resolución 39 de la Junta Monetaria, se estableció la obligación para los bancos de adquirir títulos nominativos con cargo a los recursos del encaje, y más adelante el Banco de la República incrementó los fondos prestables del FFAP a través de la emisión y colocación en el mercado de los títulos agroindustriales. Sin embargo, estos últimos solamente en un año (1982) superaron la quinta parte de los fondos prestables y en promedio ascendieron a menos del 10% de dichos recursos (Tabla 3).

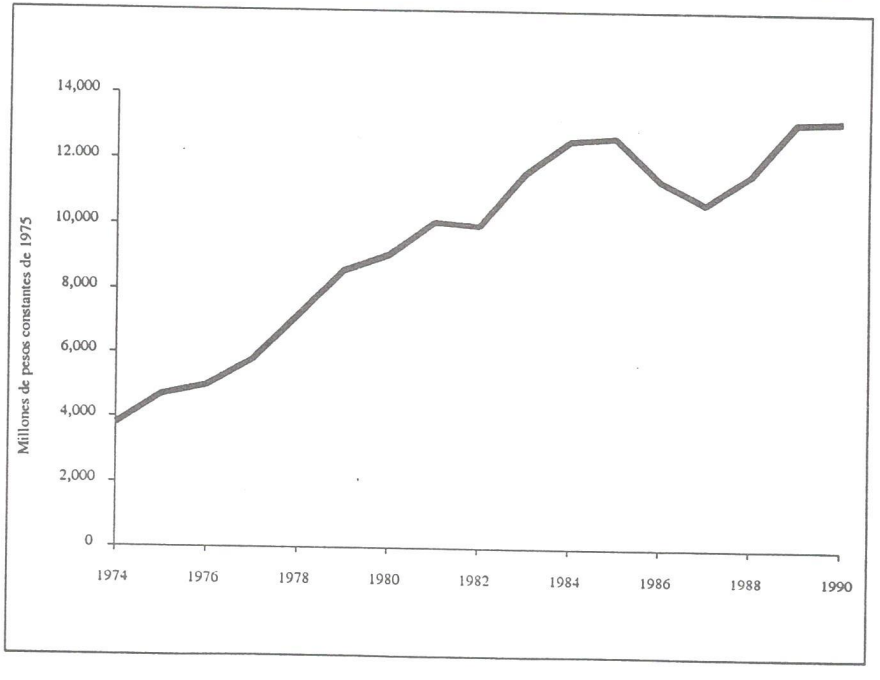
Además, pese a constituirse en una institución financiera de características muy suigéneris, pues sus costos de captación y el riesgo de cartera eran muy cercanos a cero, el FFAP, al igual que la Caja Agraria, no acumuló utilidades que le permitieran incrementar sus operaciones con tales recursos.

Por tales factores, si bien la tasa de crecimiento de los redescuentos del FFAP creció en términos reales a más del 8% anual entre 1974 y 1990, el crecimiento se presentó solamente hasta 1985, pues de allí en adelante los redescuentos prácticamente se estancaron como puede verse en el Cuadro 2.

CUADRO 2

FFAP: CRECIMIENTO REAL DEL REDESCUENTO

PERIODOS	PORCENTAJES
1974-1990	8.3
1974-1980	16.2
1980-1985	6.5
1985-1990	1.2



3. LA SITUACION RECIENTE Y ALGUNAS DE SUS IMPLICACIONES

El estancamiento secular de la Caja Agraria y su recurrente déficit operacional se agravó en los últimos años en los cuales:

- Se produjo una notoria reducción de la actividad crediticia ya que los préstamos nuevos disminuyeron en términos reales 19% en 1990, respecto de su nivel en 1989; y en 1991 descendieron 37% respecto de su nivel del año 90, con lo cual aún si en el presente año los desembolsos fueran similares a los del año pasado habría de concluirse que la Caja tendrá una actividad crediticia equivalente a sólo el 50% de la de 1989.
- La calidad de la cartera se ha deteriorado de igual manera, como se desprende de las cifras del Cuadro 3.
- Ha continuado el cambio en la composición de los pasivos hacia los más costosos (en 1991 los depósitos en cuenta corriente prácticamente no crecieron en términos nominales, mientras que los CDTs lo hicieron a una tasa superior al 50%).
- Las pérdidas se han acelerado al pasar de $6.500 millones en 1989 a $15.700 millones en 1990 y a $50.000 millones en 1991. Estimándose según el presupuesto que para el presente año el resultado operacional podrá ser negativo en $45.000 millones adicionales.

Todo esto ha erosionado el patrimonio de la entidad, al punto que nuevamente ha estado incursa en la causal legal de disolución.

Las razones de ese deterioro parecen localizarse en las excesivas concesiones laborales a los empleados[6], en el excesivo personal de las oficinas situadas en los centros urbanos[7], la deficiente infraestructura, la prestación de servicios al Gobierno Nacional sin las compensaciones adecuadas, el lento recaudo de las obligaciones oficiales, la dispersión de funciones y actividades, una cultura paternalista en el manejo de diversas operaciones y la existencia

6. En el primer semestre de 1991 el costo por empleado en la Caja Agraria excedía al del sistema bancario en casi 35%.
7. En el promedio nacional a mediados de 1991 la Caja tenía 17 empleados por oficina, mientras que el sistema bancario ocupaba 27 personas en cada una de ellas. Sin embargo, en las sucursales localizadas en las grandes ciudades las oficinas de la Caja tenían más de 80 empleados en promedio.

CUADRO 3

CAJA AGRARIA: CALIDAD DE LA CARTERA

Millones de pesos y porcentajes

AÑO	PRESTAMOS Y DESCUENTOS	CARTERA VENCIDA MAYOR DE 6 MESES	PROVISIONES PARA DEUDAS MALAS	INDICE 1* PORCENTAJE	INDICE 2** PORCENTAJE
1986	186,419	19,276	5,484	10.3	2.9
1987	243,201	25,854	8,078	10.6	3.3
1988	303,722	32,443	17,096	10.7	5.6
1989	407,526	32,762	13,744	8.0	3.4
1990	491,948	45,994	22,270	9.3	4.5
1991	469,723	78,402	42,839	16.7	9.1

* Mayor de 6 meses

** Cartera Vencida sobre préstamos y descuentos

*** Provisiones sobre préstamos y descuentos

de una red de oficinas cuyo tamaño es en muchos casos insuficiente para cubrir sus costos operacionales.

Por su pertinencia para el objeto central de este trabajo este último aspecto será analizado con algún detalle en lo que sigue.

Un estudio reciente (Economistas Consultores Asociados 1992) concluyó que mientras en promedio las oficinas bancarias existentes en el país, distintas a las de la Caja Agraria, obtuvieron en el primer semestre de 1991 un margen financiero bruto[8] promedio de $144 millones, la oficina promedio de la Caja generó por ese mismo concepto, en igual lapso, $41 millones.

Sobre la base de un análisis estadístico, el mismo estudio concluyó que, con una alta probabilidad, los empresarios privados no operarían una oficina cuyo margen financiero bruto en pesos del primer semestre de 1991 fuera inferior a $60 millones, lo cual contrasta con las cifras del Cuadro 4, en donde puede verse que en la Caja existen 760 oficinas que, en principio según este criterio, no operaría el sector privado.

8. Definido como las comisiones e intereses recibidos menos las comisiones e intereses pagados.

CUADRO 4

CAJA AGRARIA: CLASIFICACION DE LAS OFICINAS SEGUN EL TAMAÑO DEL MARGEN FINANCIERO

Tamaño del Margen Millones de Pesos	Número de oficinas	Margen Promedio Millones de Pesos
Más de 140	28	299
120-139.9	10	125
100-119.9	10	110
80-99.9	33	91
60-79.9	42	75
SUBTOTAL	123	137
40-59.9	124	48
20-39.9	271	30
Menos de 20	365	8
SUBTOTAL	760	24
TOTAL	883	41

A su vez, cuando las oficinas se clasificaban según el tamaño de su margen financiero y el estado de la competencia[9] en los mercados en donde opera la Caja, se obtiene lo siguiente:

CUADRO 5

CAJA AGRARIA: CLASIFICACION DE LAS OFICINAS SEGUN EL TAMAÑO DEL MARGEN FINANCIERO Y LAS CONDICIONES DE LA COMPETENCIA

Tamaño del Margen	Número Total	Alta	Estado de la Competencia	
			Media	Sin
Más de 60*	123	80	20	23
Menos de 60*	760	130	161	469
Total	882	210	181	492

* Millones de Pesos

Como puede observarse, de las 123 oficinas con un margen mayor de $60 millones, 80 oficinas, o sea el 65%, se sitúan en mercados de alta competencia, y 20 oficinas, o sea el 16% lo hacen

9. **El estado de la competencia se establece según que en los sitios en donde opera existan dos o más sucursales bancarias distintas a las de la Caja (alta competencia); solamente exista otra institución además de la Caja (media competencia); o ésta opere como único intermediario financiero (ninguna competencia).**

en mercados de mediana competencia, de suerte que más del 80% de las oficinas con un margen financiero aceptable se localizan en centros urbanos mayores o medianos. En contraste, 469 oficinas de las 760 que tienen un margen no competitivo se sitúan en mercados sin competencia, los cuales corresponden usualmente a pequeñas localidades.

Finalmente, el Cuadro 6 presenta las oficinas ordenadas según los resultados económicos que obtienen, el tamaño de su margen financiero y el estado de la competencia.

CUADRO 6

CAJA AGRARIA: CLASIFICACION DE LAS OFICINAS SEGUN RESULTADOS, MARGEN, CONDICIONES DE LA COMPETENCIA

Tamaño del Margen	Resultados Operacionales			Total
	GP	PP	RI	
Más de 60*	69	15	39	123
Menos de 60*	118	307	335	760
Total	187	322	374	883
Alta Competencia	77	56	77	210
Media Competencia	45	45	91	181
Sin Competencia	65	221	206	492

* Millones de Pesos

GP Número de Oficinas que ganan persistentemente[10]

PP Número de Oficinas que pierden persistentemente

PP Número de Oficinas con resultados inestables

Como puede verse se destaca un conjunto de 187 oficinas, captadoras en su mayoría, localizadas en las zonas urbanas, que presentan resultados positivos de manera persistente y cuyos parámetros de eficiencia son similares a los de los bancos comerciales.

En contraste con el anterior, sobresale otro grupo de 101 oficinas, situadas en centros urbanos grandes e intermedios, que presentan resultados negativos de manera persistente, que concentran el 50% de las pérdidas totales de la Caja aunque sólo representan el 11%

10. Se entiende por oficinas que ganan persistentemente aquellas cuyos resultados fueron positivos en el último semestre de 1990 y en cada uno de los dos semestres de 1991; las que pierden persistentemente son aquellas cuyos resultados fueron negativos en los tres períodos; y se clasifican como de resultados inestables aquellos que tuvieron resultados en algunas ocasiones positivos y en otros negativos en esos mismos tres períodos.

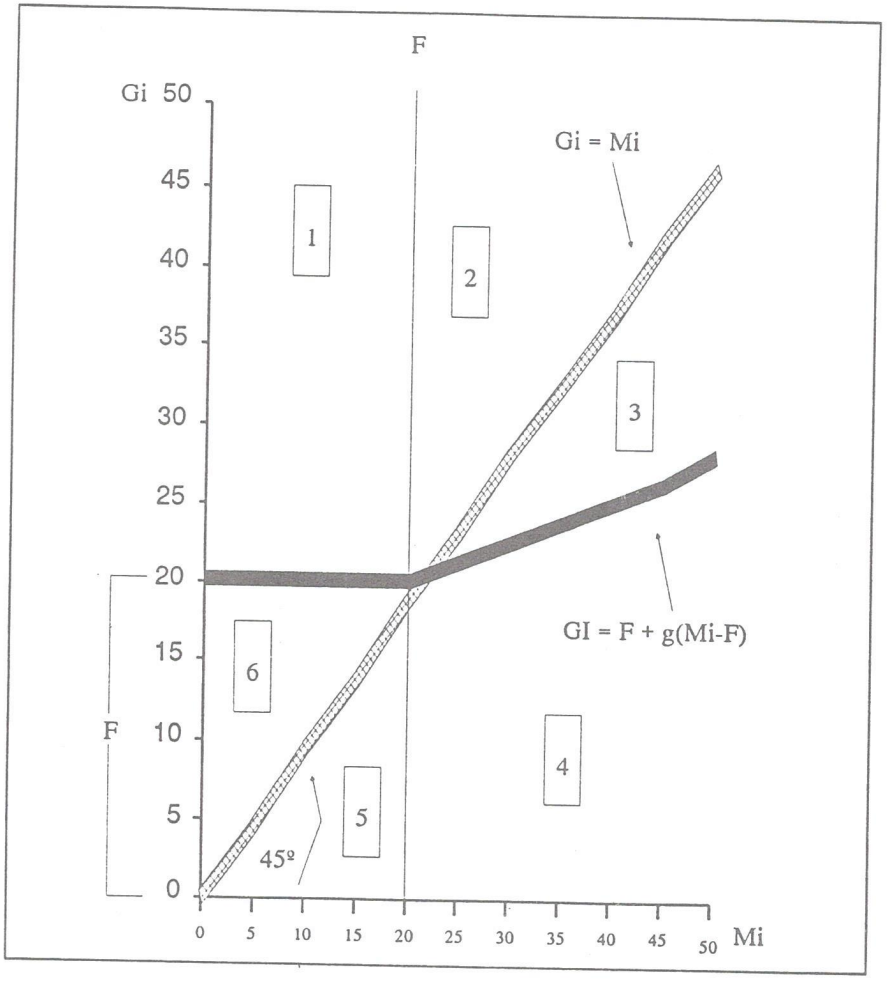
del número de las oficinas, que exhiben muy malos parámetros de desempeño, especialmente con referencia a los gastos de personal y al manejo de la cartera, y que tampoco encuentran justificación desde el punto de vista de la prestación de un servicio social a la comunidad, puesto que las funciones de servicio público bancario son prestadas en ese caso también por otros intermediarios financieros.

El grupo restante de 595 oficinas, ya sea por el carácter no persistente de sus resultados negativos, por el comportamiento de sus parámetros de eficiencia, por su prestación del servicio público bancario en localidades donde no operan otros intermediarios financieros, o por diversas combinaciones de los anteriores elementos, presentan en general, condiciones propicias para la corrección de sus principales deficiencias y el mejoramiento de sus resultados, siempre y cuando se proceda a aplicarles correctivos, particularmente en lo que se refiere al aumento de su margen financiero, la reducción de los gastos de personal y mejoras en la calidad de la cartera.

De esas 595 oficinas, 427 o sea el 72%, se encuentran en localidades donde no operan otros intermediarios financieros y se caracterizan por márgenes financieros brutos anormalmente pequeños, cuando son comparados con los promedios del sistema bancario, lo cual es indicativo de un volumen de operaciones muy reducido. En la mayor parte de los casos, sin embargo, esta circunstancia no se debe exclusivamente al tamaño económico y financiero de las localidades que sirven, sino también a la falta de una estrategia para copar mayores proporciones de dichos mercados y para atender otras actividades rurales aparte del financiamiento de la producción agropecuaria, a la cual se han limitado en la práctica. Fenómeno este último que será objeto de una consideración especial más adelante.

Más recientemente, mediante la formulación y estimación de un modelo, que busca establecer los gastos de las oficinas en función de su margen financiero, se obtuvo nueva evidencia sobre el problema del tamaño de algunas oficinas, lo cual se ilustra en la siguiente gráfica, sin tomar en consideración la existencia del

riesgo de cartera, y siendo Gi el gasto total; F el gasto fijo; g el gasto variable y Mi el margen financiero.



De lo cual se sigue que:

La región 1 comprende las Oficinas que son Ineficientes en Gastos, Ineficientes en Tamaño y Pierden.

La región 2 comprende las Oficinas que son Ineficientes en Gastos, Eficientes en Tamaño y Pierden.

La región 3 comprende las Oficinas que son Ineficientes en Gastos, Eficientes en Tamaño y Ganan.

La región 4 comprende las Oficinas que son Eficientes en Gastos, Eficientes en Tamaño y Ganan.

La región 5 comprende las Oficinas que son Eficientes en Gastos, Ineficientes en Tamaño y Ganan.

La región 6 comprende las Oficinas que son Eficientes en Gastos, Ineficientes en Tamaño y Pierden.

De este análisis se concluye que cualquier alternativa que se escoja para mejorar la muy precaria situación financiera de la Caja Agraria, en particular aquellas que pongan énfasis en la racionalización de la red de agencias, no podrían, si se quisiera tener éxito, desconocer lo disímil de los resultados de éstas y las muy diferentes circunstancias en que operan. Consideración que es particularmente relevante si como parte de esa racionalización se escoge la estrategia de elevar el tamaño de algunas de las oficinas.

Pasando ahora a la evolución del Fondo Financiero Agropecuario (Finagro) que, como antes se dijo, sustituyó a partir de 1991 al FFAP debe destacarse en primer término la importancia del cambio institucional que se produjo al separar la política crediticia agropecuaria de la órbita de la autoridad monetaria, y haber instituido una organización cuyas operaciones diarias no tienen por qué afectar la base monetaria[11].

De igual manera es preciso destacar que, dentro de la saludable especialización de funciones instituida por la Ley 16 de 1990 por la cual se constituyó el Sistema Nacional de Crédito Agropecuario y se creó FINAGRO, la extinta Junta Monetaria determinó, mediante la Resolución 77 de Diciembre de 1990, las condiciones generales de su operación, o sea: a) las características de las inversiones forzosas que deben suscribir las entidades financieras, con las cuales FINAGRO redescuenta buena parte de sus opera-

11. Este y los párrafos que siguen son tomados de un estudio preparado por el autor conjuntamente con el Doctor Homero Cuevas (ECONOMISTAS CONSULTORES ASOCIADOS 1991).

ciones; b) la autorización para captar ahorro interno; y, c) los límites de las tasas a cobrar por el crédito.

En cuanto a las inversiones forzosas se reglamentaron tres clases de Títulos de Desarrollo Agropecuario, cuyos rendimientos se fijaron según la siguiente tabla:

CUADRO 6A

RENDIMIENTO DE LOS TITULOS DE DESARROLLO AGROPECUARIO

AÑOS	CLASE A	CLASE B	CLASE C
1991	DTF-9	DTF-5	DTF-8*
1992	DTF-6	DTF-2*	
1993	DTF-4		
1994	DTF-2		

* No se especificó la tasa más allá de estos años.

En términos generales los Títulos deben ser suscritos, en porcentajes variables según la clase, por los establecimientos bancarios, las cajas de ahorro, las corporaciones financieras, las compañías de financiamiento comercial y los organismos cooperativos de grado superior de carácter financiero.

En lo referente a la captación de recursos, de manera formal, se le dio plena autonomía a FINAGRO al establecer la Resolución 77 de 1990 en su artículo 19 que queda autorizado "para emitir y colocar títulos, hasta por las cuantías que estime necesarias, siempre y cuando las condiciones financieras de tales captaciones guarden relación con las condiciones generales del mercado".

Por lo que hace al costo del crédito, las tasas de interés máximas a cobrar por el mismo, quedaron determinadas así:

CUADRO 7

TASAS DE INTERES DEL CREDITO DE FINAGRO

AÑOS	PEQUEÑOS AGRICULTORES	DEMAS AGRICULTORES
1991	DTF-4	DTF+4
1992	DTF-2	DTF+6
1993	DTF+2	DTF+6
1994	DTF+6	DTF+6

Con posterioridad la Comisión Nacional de Crédito Agropecuario (CNCA) expidió la Resolución 001 de 1991 (enero 17), la cual determinó que la tasa de redescuento para el crédito a grandes y medianos agricultores sería equivalente al DTF; para pequeños al DTF disminuido en siete puntos, y que en ambos casos el margen de redescuento equivaldría al 70%.

Varias conclusiones se desprenden de estas decisiones. En primer lugar se mantiene la norma de remunerar la inversión forzosa a tasas de interés inferiores a las del mercado, lo cual está acorde con el principio de que los intermediarios financieros, en la medida en que no exista libertad total de entrada al mercado, deben pagar tributos especiales (Hernández 1989). Sin embargo, se nota que ese principio será abandonado en el largo plazo, porque se piensa quizá que a la larga no existirán restricciones especiales para que los empresarios que así lo deseen constituyan nuevas empresas de intermediación financiera.

También resulta clara la tendencia a eliminar el subsidio al crédito; el cual ha desaparecido prácticamente para los grandes agricultores, política justificable en especial para el crédito a corto plazo en las zonas de agricultura comercial. Pero discutible en el caso de los pequeños agricultores, a los cuales se les eliminará el subsidio gradualmente en contraposición a las siguientes consideraciones: "mientras que los medianos y grandes productores podrían operar como cualquier agente de otro sector de la economía, gozando de condiciones relativamente similares para el acceso al sistema financiero, los pequeños productores enfrentan mayores dificultades para utilizar el crédito. De una parte, sus relaciones con los intermediarios financieros no se sustentan en el conocimiento mutuo y, por tanto, pueden revestir matices de desconfianza, al mismo tiempo que las instituciones financieras consideran de alto riesgo y costo su vinculación con estos beneficiarios. De otra parte, en razón de las limitaciones de su patrimonio, los pequeños agricultores no cuentan con las garantías que suelen exigir los intermediarios". (CNCA 1991, página 7).

Es poco probable que las condiciones tan acertadamente descritas pudieran obviarse en el lapso de tres o cuatro años como

supone el hecho de que a partir de 1994 desaparecería el tratamiento preferencial para los pequeños agricultores. Tampoco se entiende que la remuneración para los intermediarios, medida por la diferencia entre la tasa de interés y la tasa de redescuento, sea menor en el caso de los pequeños agricultores siendo que como se reconoce son un peor riesgo; y que además Finagro, junto con la Caja, se constituyen en los dos únicos oferentes de recursos ya que en virtud del Decreto 2917 de 1990 se ordenó al INCORA y al DRI liquidar los fondos de crédito que antes tenían.[12]

En cuanto a la estructura financiera interna de Finagro parecen apropiadas las diferencias entre el interés que se reconoce a las inversiones forzosas y la tasa de redescuento, pues ello le deja un margen de intermediación que, conjuntamente con el volumen de su cartera y su insignificante riesgo, le permitiría una conservación de su patrimonio en el largo plazo.

Las medidas de simplificación de los trámites emprendidas, que a la larga deben conducir a menores costos de administración del mismo, son también apropiadas, puesto que una de las razones que se dio para crear Finagro fue la de que por ese medio se podría lograr un margen neto de intermediación interior al que implícitamente tenía el FFAP. Y condición necesaria para ello es que los trámites no le impongan a la Institución un alto costo administrativo.

En cuanto a sus operaciones, en 1991 Finagro tuvo un crecimiento nominal del 30.8% (Tabla 4) en sus colocaciones respecto de 1990 (algo así como el 3.5% en términos reales), lo cual puede considerarse como un avance frente al crecimiento del FFAP en el último quinquenio; máxime cuando este fue el primer año de operación del nuevo sistema y durante el mismo crédito interno se vio afectado por las disposiciones sobre encaje marginal entonces vigente.

En términos absolutos las colocaciones ascendieron en 1991 a $342.640 millones, de los cuales 97.6% se hicieron mediante redescuentos directos, 2.2% a través de la cartera directa de los inter-

12. Especialización de funciones que, por lo demás, resulta muy apropiada en términos de la búsqueda de la eficiencia en el sector público.

TABLA 4

FINAGRO: COMPARATIVO DE APROBACIONES

Millones de Pesos

CONCEPTOS		Enero-Diciembre			Enero-Junio		
		1990	1991	Var %	1991	1992	Var %
A.	Pequeños Productores	70.680	96.690	36.8	44.017	49.327	12.1
A.1.	Capital de Trabajo	42.660	55.450	30.0	28.049	26.544	(5.4)
A.2.	Inversiones	28.020	41.240	47.2	15.968	22.783	42.7
B.	Otros Productores	191.190	245.950	28.6	110.855	108.226	(2.4)
B.1.	Capital de Trabajo	135.310	162.890	20.4	76.866	68.493	(10.9)
B.2.	Inversiones	55.880	83.060	48.7	33.989	39.733	16.9
C.	TOTAL	261.870	342.640	30.8	154.872	157.553	1.7
C.1.	Capital de Trabajo	177.970	218.340	22.7	104.915	95.036	(9.4)
C.2.	Inversiones	83.900	124.300	48.2	49.957	62.517	25.1
C.2.1.	Compra de Animales	29.050	40.490	39.4	17.182	22.347	30.1
C.2.2.	Siembras	17.290	38.480	122.6	15.929	16.670	4.7
C.2.3.	Infraestructura	12.570	25.950	106.4	10.435	9.074	(13.1)
C.2.4.	Maquinaria	14.540	5.750	(60.5)	1.518	3.897	156.6
C.2.5.	Otros	10.450	13.630	30.4	4.893	10.529	115.2
D.	Bonos de Prenda	48.440	40.060	(4.9)	18.960	9.366	(50.6)

Fuente: Finagro

*En 1990 y 1991. Incluye los créditos hechos directamente por los intermediarios financieros y los créditos del programa PMA-DRI.

mediarios que sustituye inversiones'[13] y el 0.2% a través de créditos del programa PMA-DRI.

Por categorías de usuarios, el crédito a pequeños productores aumentó en cerca del 37% (resultado que se explica porque el encaje marginal del 100% mientras estuvo vigente se podía sustituir por este tipo de cartera, y por una notable actividad de la Caja Agraria

13. En una especie de retorno a la Ley 26 de 1959, se ha vuelto a permitir que los intermediarios puedan dejar de hacer parte de sus inversiones forzosas si demuestran tener cartera agropecuaria en condiciones similares a las del crédito de FINAGRO.

en este campo), mientras que el crédito a otros productores se mantuvo relativamente constante en términos reales al crecer a una tasa anual nominal del 28.6% (Tabla 4). Cabe destacar que los intermediarios financieros otorgaron créditos directos a los pequeños productores por $54.8 millones, valor equivalente al 7 por mil de este tipo de colocaciones.

En cuanto a su destino, el crédito para capital de trabajo registró un descenso en términos reales (creció al 20.4% en términos nominales); al tiempo que se produjo una elevación muy notable del crédito para inversión que aumentó en cerca de 20 puntos porcentuales por encima del crecimiento del nivel de precios (Tabla 4), con incrementos especialmente notorios en nuevas siembras[14] (12.3% de aumento nominal), infraestructura (106% de incremento nominal), compra de animales[15] (39.4%) de aumento nominal); pero con una disminución importante en los préstamos para maquinaria y equipos.

De igual manera el crédito para comercialización (bonos de prenda) registró una caída equivalente al 5% en términos nominales, resultado explicable en parte por el nuevo rol del IDEMA en la comercialización de los productos agropecuarios y consecuencialmente su menor demanda de estos recursos, menor demanda que no fue compensada por el sector privado.

En cuanto a las colocaciones por intermediarios, éstas fueron realizadas en más de las cuatro quintas partes por los bancos especializados (52.8% Caja Agraria, 14.6% Banco Cafetero y 14% Banco Ganadero), en tanto que los intermediarios no especializados redescontaron el 18.6% de los préstamos.

El primer semestre de 1992 comparado con igual período de 1991 registra una caída del valor total de los préstamos en todos los órdenes, con excepción del rubro de inversiones (Tabla 4), en donde nuevamente los créditos para compra de animales muestran un importante avance, el cual no fue suficiente para compensar la caída en el crédito para capital de trabajo que descendió casi 10% en términos nominales cuando esos desembolsos se comparan con los de igual período del año anterior (es decir, se produjo una caída del 37% en términos reales), fenómeno que obedece a disminuciones en áreas financiadas de arroz secano (-51%), maíz (-51%), sorgo

14. Especialmente café, frutales, caña panelera y caña de azúcar.

15. Especialmente para ganado vacuno, zoocriaderos y acuicultura.

(-36%), soya (-36%), arroz riego (-29%), algodón (-26%) y papa (-21%). (FINAGRO 1992 b).

Por usuarios, la disminución afectó menos a los pequeños productores (cuyos créditos crecieron 12% en términos nominales) que a los demás agricultores (cuyos desembolsos disminuyeron nominalmente en 2.4%).

Los bonos de prenda cayeron 50.6% en valor nominal y 55.0% en cuanto a las toneladas almacenadas, siendo los productos con mayores caídas en la utilización de estos recursos, en su orden, la soya, el arroz paddy, el maíz y el sorgo[16].

En cuanto a las instituciones que intermedian el crédito, se presentaron ligeras modificaciones pues si bien en conjunto los bancos especializados continúan manteniendo más del 80%, a su interior se presentaron retrocesos en la Caja Agraria (49.5%) y el Banco Cafetero (13.7%), y un aumento en el Banco Ganadero (19.8%).

Por lo que hace a los recursos, con los cuales FINAGRO financia sus activos y cartera la información básica es la siguiente:

CUADRO 8

FINAGRO: ACTIVOS, CARTERA Y PRINCIPALES FUENTES DE RECURSOS

CONCEPTO	Millones de Pesos	
	DICIEMBRE DE 1991	JUNIO DE 1992
Activo Total	418,864	559,866
Cartera	357,304	372,824
Capital	25,000	30,283
Títulos		
A	49,272	98,889
B	14,344	73,326
C	237,960	204,037
Otros	1,531	4,016
TOTAL	303,107	380,268

16. Aparte de la caída en la producción, la menor demanda por el crédito de bonos de prenda podría explicarse porque ahora los industriales no mantienen elevado sus inventarios de materias primas de origen agropecuario dadas las facilidades para importar las mismas, por la menor demanda del IDEMA, como antes se dijo, y porque los agricultores no cuentan con facilidades crediticias que les permitan almacenar parte de su producción

A diferencia del FFAP, FINAGRO tiene capital y produce utilidades; pero como se observa, excepto por un cambio en la composición de los títulos de las clases A y B, motivado por la disposición contenida en la Resolución Externa 28 de Mayo de 1992 de la Junta Directiva del Banco de la República, FINAGRO, al igual que lo hacía el FFAP, financia el grueso de sus operaciones con recursos de las inversiones forzosas.

Circunstancia esta última que, conjuntamente con las perspectivas futuras de la Caja Agraria, se abordan en la siguiente sección de este documento, no sin antes indicar que son tres las grandes implicaciones de lo señalado hasta ahora en estas páginas.

En primer término, el cambio institucional que supuso la constitución de FINAGRO no se ha concretado en todas sus dimensiones pues la Entidad continúa dependiendo de las inversiones forzosas y no ha hecho uso de sus facultades para captar ahorro interno o externo para financiar su cartera de crédito; parte de la explicación de este desenvolvimiento estriba en las circunstancias por las que atraviesa el sector agropecuario que han mermado la demanda de crédito, y parte en el hecho de que las inversiones forzosas, en la coyuntura de liquidez por la que ha atravesado la economía, le resultan atractivas al sector financiero. Desde luego, ninguna de estas dos situaciones tiene por qué mantenerse en forma permanente en el largo plazo.

En segundo lugar, la precaria condición financiera de la Caja Agraria ha afectado negativamente la oferta de fondos prestables, en especial a los pequeños campesinos, supone un alto costo para la política fiscal, que es previsible se incremente en la medida en que se retarden las decisiones; y debilita el sistema nacional de pagos, pudiéndose llegar a incrementar el costo de las transacciones en la economía, especialmente en la economía rural.

Por último, la deseable recuperación del sector agropecuario hacia el futuro supone salir del estancamiento en que ha estado la oferta de fondos prestables en los últimos siete años, máxime si se toma en cuenta que la mayor "monetización en el sector rural y la consiguiente reducción en el costo de las transacciones, la modernización de amplios sectores de la economía campesina mediante la incorporación de nuevas tecnologías, la elevación de la capacidad

empresarial en muchos sectores del campesinado y el proceso de descentralización ampliando el poder de las localidades presuponen la existencia de mecanismos de financiamiento a la sociedad rural que propicien y aceleren tales transformaciones". (Economistas Consultores Asociados, 1989. Página 84).

4. RECURSOS PARA EL FUTURO

Suponiendo que exista acuerdo en la anterior conclusión, es necesario preguntarse si esos financiamientos deben ser canalizados por entidades especializadas, o por el contrario dejarse a la libre determinación de las fuerzas del mercado.

Existen indicios de que este último no sería el caso, no sólo por cuanto los mayores riesgos de la agricultura en general y de los pequeños agricultores en particular[17], hacen divergentes la rentabilidad privada y la rentabilidad social (FAINBOIM 1986), sino porque prestar en este sector tiene mayores costos operativos. Mayores riesgos y mayores costos difícilmente compensables por el mercado mediante el expediente de establecer diferenciales en las tasas de interés. Aparte de que el crédito para equipamiento municipal en las áreas rurales es casi imposible de atender por intermediarios distintos a la Caja Agraria, habida cuenta de que esos intermediarios no operan en tales zonas y no cuentan, aún para las zonas urbanas, con unidades especializadas que puedan analizar los créditos en términos de los estudios de factibilidad, incluyendo los diseños de las obras, sus impactos en la cobertura de los servicios y los cambios institucionales requeridos en las administraciones locales, para solamente mencionar algunos ejemplos notorios.

Por ello, y porque la red de oficinas de la Caja Agraria sostienen en parte el sistema nacional de pagos[18] ya que, en los municipios sin otra presencia bancaria, desempeña funciones en la transferencia de recursos presupuestales, recaudación de impuestos, recaudación de pagos para las empresas de servicios públicos, pago de

17. Mayores riesgos que están asociados con la inestabilidad de la producción, su sensibilidad a los cambios climáticos, las dificultades de comercialización y más recientemente con la situación de orden público reinante en las zonas rurales del país (TOBON 1992).

18. Beneficio económico que no se refleja en sus estados de pérdidas y ganancias.

nómina de nuestros policías y manejo de otras cuentas oficiales, parece casi indispensable la continuación de su operación.

Continuidad institucional que sólo sería posible en el largo plazo si se logra elevar la eficiencia operativa mediante la modernización de sus procedimientos y equipos, la no elevación en términos reales de sus costos laborales unitarios, y la racionalización de su red de oficinas mediante la reducción de los puntos de servicio en las áreas urbanas en donde la institución opera a pérdida, y el incremento del tamaño de aquellas oficinas rurales en donde la demanda de crédito no ha sido atendida plenamente por la sobre-especialización de la Caja al ofrecer exclusivamente crédito para la producción agropecuaria.

Esta propuesta de racionalización de la red de oficinas terminaría elevando los activos productivos y el margen financiero promedios por empleado, sin caer en el simplismo de suponer que el problema se arreglará manteniendo el tamaño actual de las colocaciones y reduciendo indiscriminadamente la planta de personal; o en la ingenuidad que conlleva el pensar que es factible incrementar de manera sustancial el volumen de los activos productivos con los empleados y los métodos administrativos actuales.

Desde luego, esa política selectiva de racionalización en el número de operación de las oficinas se haría más viable en la medida en que la Caja cuenta con recursos líquidos para incrementar el volumen de sus operaciones lo cual consta de cuatro componentes: el aumento de su capital no sólo con el propósito de situarla por fuera de los límites de la disolución legal y de los tropiezos que conlleva un deficiente nivel de patrimonio, sino para garantizarle capacidad de apalancamiento financiero; el continuar la recuperación de la cartera morosa; eliminar la política discriminatoria que supone el régimen diferencial de encajes para los depósitos oficiales; y una más agresiva política de captación de recursos en el mercado de capitales.

Sobre este último punto dos acciones parecen pertinentes. En las zonas rurales en donde la Caja ha actuado como intermediario único su vinculación al financiamiento de las obras de desarrollo municipal, a los comerciales y a otros agentes económicos del área rural no vinculados ni a la producción ni a la comercialización

agropecuaria, que hoy tienen que recurrir a otras entidades crediticias, en ocasiones distantes del sitio donde desarrollan sus actividades, podría incrementar la captación de nuevos recursos sin que existiese un desplazamiento respecto a las captaciones de otros intermediarios financieros.

En las zonas urbanas, cabe distinguir a su vez dos situaciones. De hecho, en algunas de sus agencias urbanas la Caja mantiene un mercado de pequeños ahorradores cuyas características de fidelidad son antológicas, ya que la motivación de estos usuarios no está asociada con la reciprocidad del crédito y parece darse por razones distintas a los rendimientos financieros de las cuentas de ahorro por libreta. Es claro que aquí existe un espacio para el ofrecimiento de nuevos productos de ahorro, distintos de aquellos que se le ofrecen a los ahorradores más sofisticados de otros segmentos del mercado.

En el otro extremo están las oficinas urbanas creadas teóricamente con una vocación captadora de recursos que nunca se concretó. Reducir el número de éstas facilitaría la solución de la situación global de la Caja, pero también se requeriría compensar la disminución de recursos que ello supone utilizando instrumentos de captación que no necesariamente impliquen la dispersión geográfica de los puntos de atención a los clientes en las zonas urbanas.

Finalmente, por lo que hace a FINAGRO las condiciones institucionales están dadas para que se vayan sustituyendo las inversiones forzosas por recursos captados en lo esencial en el mercado nacional de capitales[19], ya que no tendría sentido condicionar su crecimiento únicamente al crédito externo. Cuya búsqueda, negociación, condicionalidad y contratación, suelen ser cambiantes y estar plagadas de toda suerte de dificultades. Aparte de que esos recursos podrían ser redundantes en algunos períodos para los fines de la política macroeconómica, caso en el cual depender únicamente de esa fuente de financiamiento sería volver al pasado

19. Como se indicó antes, a medida que a los intermediarios financieros se les acaben las rentas oligopolísticas, que supone la restricción de entrar al mercado libremente por parte de nuevos agentes económicos, será más difícil justificar las inversiones forzosas.

cuando el crédito rural era residual respecto de la política monetaria.

Dado lo significativo de las inversiones forzosas que hoy tiene FINAGRO, existe un amplio campo para proceder con imaginación a la creación de instrumentos financieros que atraigan nuevos sectores de ahorradores al mercado de capitales[20], circunstancia que se ve favorecida por la forma ordenada y prudente en que dicha sustitución habría de hacerse en el tiempo, en concordancia con la evolución de la demanda de recursos de crédito rural.

Un último comentario. Superada la discusión sobre la conveniencia o no de la migración rural y prohibida constitucionalmente la ilusión de comprar el crecimiento mediante la creación de dinero, la política de crédito rural no tiene por qué hacerse para "retener a los pobres en el campo", ni para dar subsidios indiscriminados a los empresarios ricos en nombre de los campesinos pobres. Su objetivo sería más simple: contribuir a que las condiciones de bienestar de los ciudadanos que habiten en las zonas rurales sean similares a la de los habitantes de las zonas urbanas.

20. Por ejemplo, mejorar la negociabilidad de los Certificados representativos de las mercancías, expedidos por los Almacenes Generales de Depósito, podría atraer importantes recursos para la comercialización de los bienes almacenables de origen agropecuario.

BIBLIOGRAFIA

CANO, C.G. Recomendaciones en presente para revivir el campo. Revista ANGULO, número 16 Septiembre de 1992.

CNCA Política de Crédito Agropecuario para 1991. Mimeo, Enero 1991.

ECONOMISTAS CONSULTORES ASOCIADOS Caja Agraria: Evolución Financiera Histórica y Alternativas de Política Financiera. Mimeo, Diciembre de 1989.

La Apertura Económica y el Sector Agropecuario en Colombia. Mimeo, Septiembre de 1991.

Caja Agraria: Racionalización de la Red de Oficinas. Mimeo, Mayo de 1992.

FAINBOIM, I. El riesgo y la política de crédito de fomento agropecuario. Ensayos sobre Política Económica, número 9 Junio 1986.

FINAGRO Informe Anual 1991. Bogotá, 1992 a (Sin pie de imprenta)

Informe Semestral Enero-Junio 1992 b., Bogotá, 1992 (Sin pie de imprenta).

HERNANDEZ, A. Ha sido inflacionario el Crédito Agropecuario? Revista Nacional de Agricultura. No. 856. Noviembre de 1981.

Señoreaje, Inversiones Forzosas, Tasas de Interés. En Debates de Coyuntura Económica, Número 14. FEDESARROLLO-FESCOL. Editorial Presencia 1989.

JUNGUITO, R. Agricultura, Crecimiento e Inflación. Carta Financiera No. 80. Junio de 1992.

PACHON, A. Inversión y Financiamiento del Sector Agropecuario. Mimeo, Septiembre de 1989.

SAC La Crisis Agraria Nacional. El Editorial Agrario. No. 11. Junio de 1992.

TOBON, S. Presentación del Informe de la Junta Directiva y del Presidente de FINAGRO a la Asamblea de Accionistas. 1992 a.

*COMENTARIO**

Roberto Steiner[**]

Antonio Hernández ha presentado un interesante trabajo sobre crédito agropecuario en general, y sobre algunos aspectos de la situación financiera de la Caja Agraria en particular.

El documento acertadamente señala dos aspectos que son esenciales para concluir en la necesidad de que exista un intermediario financiero, de carácter oficial, en los pequeños municipios del país donde predomina el pequeño agricultor. Esos dos aspectos son: (i) la rentabilidad privada es inferior a la social, lo cual minimiza la posibilidad de que el sistema financiero privado atiende el mercado crediticio de pequeños agricultores que hoy atiende la Caja; (ii) para el sostenimiento del sistema nacional de pagos, es vital que existan bancos en todo el país.

Adicionalmente, el documento es pionero en cuanto a que presenta un ilustrativo análisis de las características de la red de sucursales de la Caja, del cual se desprende que una condición

*. Las opiniones expresadas son responsabilidad exclusiva del autor; por consiguiente, no comprometen al Banco de la República.

** Director Departamento de Investigaciones Económicas. Banco de la República.

necesaria para mejorar el perfil financiero de la entidad consiste en clausurar 101 oficinas en centros urbanos intermedios y grandes, responsables por gran parte de las pérdidas de la entidad.

El presente comentario pretende dos objetivos: (i) complementar el trabajo que se comenta, con información actualizada sobre algunos indicadores financieros, lo cual permite una mejor apreciación de la situación de la Caja; (ii) comentar la conclusión de Hernández, respecto de que, dada la necesidad de contar con un intermediario oficial que atienda al pequeño agricultor, ello de por sí justifica la existencia de la Caja.

1. ALGUNOS INDICADORES FINANCIEROS

A continuación se presenta información que, a la vez que permite diferenciar la situación de la Caja de la de otros bancos, ayuda a precisar las causas de su crítica situación financiera[1]:

En el Cuadro 1 se ilustra la evolución de la rentabilidad patrimonial; mientras la misma ha aumentado para el "resto", se ha deteriorado en forma alarmante en la Caja. La caída continúa en 1992, cuando ya se han puesto en marcha parte de las reformas acordadas con el FOGAFIN y que se detallan más adelante.

De igual forma, en el Cuadro 2 se observa que ha habido un deterioro continuo en la utilidad operacional, el cual se explica tanto en aumentos de los costos operativos como, especialmente, una caída en el margen financiero neto. En el Cuadro 3 se detalla la evolución de los costos operacionales. Tanto las pensiones (efectivamente pagadas y provisionadas) como los salarios representan una carga más elevada para la Caja que para el "resto".

El Cuadro 4 contiene la desagregación del margen financiero neto. Se puede observar cómo el deterioro del mismo en el caso de la Caja obedece tanto a una caída en los ingresos financieros como a un aumento en los egresos. Si bien igual patrón ha afectado al "resto", estos han podido aumentar su margen financiero neto (Cuadro 2), porque, gracias a una importante mejora en la calidad

1. El grupo "otros" es el total de bancos comerciales excluida la Caja. La fuente de información son los balances mensuales. Los datos para 1992 son a junio; han sido anualizados, multiplicando por 2 los flujos semestrales. Para que los datos sean comparables, la información de 1992 ha sido corregida para no tener en cuenta los ajustes por inflación.

• CUADRO 1

RENTABILIDAD PATRIMONIAL[1/] · (Porcentaje)

	1989	1990	1991	1992
CAJA AGRARIA	-10.02	-39.19	-102.29	-108.00
RESTO	33.49	28.81	45.92	50.51

1/ (Utilidad después de impuestos)

• CUADRO 2

INDICADORES DE EFICIENCIA · (Porcentaje)

	1989	1990	1991	1992
UTILIDAD OPERACIONAL[1/] / ACTIVOS PRODUCTIVOS				
CAJA AGRARIA	-1.19	-5.11	-10.41	-16.11
RESTO	3.51	3.36	5.42	4.94
COSTOS OPERATIVOS[2/] / TOTAL ACTIVOS				
CAJA AGRARIA	7.72	9.58	10.10	9.51
RESTO	4.64	5.09	5.44	5.04
MARGEN FINANCIERO NETO[3/] / ACTIVOS PRODUCTIVOS				
CAJA AGRARIA	10.23	9.74	6.99	1.08
RESTO	11.38	12.00	15.07	13.82

1/ Margen financiero neto - Costos operativos

2/ Costos laborales + aportes y afiliaciones + arrendamientos + seguros, impuestos y depreciaciones

3/ Margen financiero bruto - provisiones

de la cartera, han logrado reducir sus provisiones. Este ciertamente ha sido el caso de la Caja.

El Cuadro 5 señala que la caída en los ingresos financieros se explica en gran parte por el notorio deterioro en la calidad de la cartera. Así, mientras para el "resto" la cartera vencida de más de seis meses representa menos del 2% del total de activos, en el caso de la Caja dicha relación supera el 15%. Durante los dos últimos años ha habido una caída nominal en la cartera vigente de la Caja.

CUADRO 3
COSTOS OPERATIVOS · (Porcentaje)

	1989	1990	1991	1992
PENSIONES[1/] / TOTAL ACTIVOS				
CAJA AGRARIA	0.99	2.50	1.91	1.41
RESTO	0.26	0.41	0.33	0.27
SALARIOS[2/] / TOTAL ACTIVOS				
CAJA AGRARIA	5.42	5.60	6.57	6.43
RESTO	3.88	4.08	4.62	4.39

1/ Incluye pago de pensiones y provisiones.
2/ Corresponde al monto de los sueldos, horas extras, transporte, cesantías e intereses y primas.

CUADRO 4
MARGEN FINANCIERO NETO [1/] · (Porcentaje)

	1989	1990	1991	1992
INGRESOS FINANCIEROS / CAPTACIONES[2/]				
CAJA AGRARIA	26.80	28.73	27.08	23.51
RESTO	28.65	25.20	25.22	22.67
EGRESOS FINANCIEROS / CAPTACIONES[2/]				
CAJA AGRARIA	13.18	15.02	16.21	17.55
RESTO	15.91	13.69	12.38	11.76

1/ Ingresos y Egresos por intereses, comisiones, dividendos y participaciones.
2/ Principales fuentes (Cuadro 6)

Por su parte, los Cuadros 6 y 7 sugieren que en el aumento de los egresos financieros de la Caja han jugado algún papel tanto la recomposición de pasivos hacia aquellos de mayor costo, como aumentos en las cargas para-fiscales, tales como encajes e inversiones forzosas. Sin embargo, no menos cierto es el hecho de que la Caja continua teniendo cargas para-fiscales menores a las del "resto" de bancos.

La información presentada confirma los planteamientos generales hechos por Hernández. En particular, en el deterioro financiero de la Caja se conjugan diversos factores, que van desde una muy mala calidad de la cartera y elevados costos operativos, hasta incrementos en los egresos financieros. Sin embargo, no se debe perder de vista el hecho de que otros intermediarios que también

● CUADRO 5

CALIDAD DE LA CARTERA[1/] · (Porcentaje)

	1989	1990	1991	1992
CAJA AGRARIA	4.99	5.56	8.59	10.52
RESTO	2.06	1.40	1.89	1.55

1/ (Cartera vencida de más de 6 meses) / Total activos

● CUADRO 6

COMPOSICION DE LAS FUENTES [1/] · (Porcentaje)

	1989		1990		1991		1992	
	CAJA AGRARIA	RESTO	CAJA AGRARIA	RESTO	CAJA AGRARIA	RESTO	CAJA AGRARIA	RESTO
DEPOSITOS EN CUENTAS CORRIENTES	22.2	39.9	22.2	33.3	18.5	36.5	22.5	36.9
DEPOSITOS DE AHORRO	29.2	12.7	28.7	9.6	29.3	12.1	28.3	16.0
CERTIFICADOS DE DEPOSITO A TERMINO	8.0	27.9	9.8	23.8	12.3	22.3	12.3	20.8
DEPOSITOS FIDUCIARIOS[1/]	3.6	3.8	3.0	3.1	2.2	4.3	2.0	5.3
OTROS[2/]	37.1	15.7	36.4	30.2	37.8	24.8	35.0	21.1

1/ Incluye: Fondos en fideicomisos, depósitos judiciales y servicios bancarios de recaudo
2/ Créditos de bancos y otras obligaciones financieras

● CUADRO 7

COMPOSICION DE LOS USOS · (Porcentaje)

	1989		1990		1991		1992	
	CAJA AGRARIA	RESTO	CAJA AGRARIA	RESTO	CAJA AGRARIA	RESTO	CAJA AGRARIA	RESTO
RESERVA MONETARIA[1/]	7.8	18.0	8.9	16.1	14.4	23.0	17.2	23.1
INVERSIONES DEL ENCAJE Y OBLIGATORIAS	2.6	12.0	2.8	11.3	3.4	10.1	2.0	8.6
SUBTOTAL	10.4	30.0	11.7	27.4	17.7	33.1	19.3	31.7
TOTAL CARTERA DE CREDITOS (BRUTO)	84.3	68.6	84.0	70.4	77.5	62.8	73.3	59.7
INVERSIONES VOLUNTARIAS	5.3	1.4	4.4	2.3	4.8	4.2	7.5	8.6
SUBTOTAL	89.6	70.0	88.3	72.6	82.3	66.9	80.7	68.3

1/ En caja y Banco de la República

han enfrentado elevaciones en sus egresos financieros, han logrado mejorar su margen financiero, por cuanto han mejorado la calidad de su cartera, que de por sí era buena.

En muchos aspectos la Caja y el "resto" comparten tendencias comunes. Sin embargo, en algo difieren de manera radical: mien-

tras la cartera vencida del "resto" es baja y decreciente, la de la Caja es alta y creciente. En lo corrido de 1992 la cartera vigente de la Caja ha caído 5% mientras la vencida de más de 6 meses ha aumentado 28.5%. El total de la cartera prácticamente ha permanecido constante. Puesto que en igual período la captación total de recursos ha aumentado 12%, mientras el porcentaje de encaje e inversiones forzosas sólo se ha incrementado ligeramente, es claro que se ha configurado una situación en que la Caja capta no para prestar y canalizar nuevos subsidios, sino para financiar sus déficit de caja acumulados y la carga prestacional.

Naturalmente, y como ha sucedido en otras ocasiones en el caso de diversos intermediarios, los usuarios del crédito, ante este panorama de estancamiento de créditos nuevos, pueden optar por no pagar sus obligaciones, situación que en el caso de la Caja se agrava en virtud a la delicada situación por la que atraviesa la agricultura colombiana. Como veremos en seguida, nada garantiza que los recursos originados en una capitalización por parte del gobierno vayan a correr diferente suerte a la que hoy en día tienen las captaciones en el mercado.

2. NECESIDAD DE UN INTERMEDIARIO ESPECIALIZADO

Después de describir la situación actual del crédito agropecuario y luego de sugerir un delicado estado financiero en la Caja, el autor concluye en que "... parece casi indispensable la continuación de su operación..." lo cual, según Hernández, se haría más viable en la medida en que la Caja cuente con recursos para incrementar el volumen de sus operaciones, lo cual consta de cuatro componentes: el aumento de su capital; la recuperación de la cartera morosa; eliminación de encajes discriminatorios sobre depósitos oficiales; agresiva política de captación en el mercado.

Es difícil no estar de acuerdo en que estos aspectos, así como la racionalización de los costos laborales y de la red de oficinas, son condición necesaria para el mejoramiento financiero de la Caja. La pregunta que no resuelve el documento es si ello es suficiente. Quisiera compartir con ustedes alguna información que sugiere que hay razones técnicas y financieras para por lo menos poner en duda ello de que, dado que es indispensable contar con un intermediario

oficial especializado que atienda las necesidades crediticias del pequeño agricultor, queda justificada la continuidad de la Caja.

En un reciente documento[2] se describe en detalle la situación financiera de la Caja y se proyecta su desarrollo a mediano plazo, suponiendo que mejora su desempeño actual, en los términos del acuerdo que a principios de año la entidad suscribió con el FOGAFIN[3]. La principal conclusión tiene que ver con que durante este año y el siguiente, la entidad arrojará pérdidas por cerca de $150 mil millones; alrededor de $50 mil millones corresponden al ejercicio de 1992. Las pérdidas se originan en:

(i) El margen financiero bruto[4] continua deteriorándose; pasa de representar el 8% del activo en 1991 a menos del 4% en 1993. Este resultado tiene que ver con la eliminación del impuesto CIF, que la Caja percibía como capitalización directa; el desmonte de los Bonos Agrarios (Ley 90/48); la financiación de los déficit operacionales en que viene incurriendo, lo cual obliga a restringir la cartera.

(ii) Elevados costos operacionales (laborales y administrativos) que representan cerca del 10% de los activos en 1992. De este porcentaje, 7 puntos corresponden a gastos de personal[5].

(iii) Las reservas para pensiones de jubilación, que explican cerca del 60% de las pérdidas para los próximos años.

De la descripción de la situación actual, y de acuerdo a proyecciones razonables para este año y el siguiente, se deduce que la Caja tiene diversos problemas, destacándose su carga laboral y pensional y la mala calidad de su cartera. Este último problema suele agravarse en forma exponencial, por cuanto la Caja tiene que restringir su cartera para dedicar recursos a sustentar pérdidas, al tiempo que el beneficiario del crédito, que requiere de refinanciamiento, tiene un incentivo a no pagar.

2. Martha de Mendoza, J. Cortés, R. Lara y J. A. Castañeda: "Proyecciones Financieras Caja Agraria 1992-1995", julio 28 de 1992.

3. Que, entre otros, contempla recuperación de cartera, venta de activos del área comercial, aumento en captaciones y disminución de la nómina.

4. Definido como la diferencia entre los ingresos y los egresos financieros.

5. A pesar del plan de retiros de 4.500 trabajadores a finales de 1991, la Caja cuenta con 10.000 empleados en la actualidad.

La capitalización prevista por el gobierno, de $56 mil millones al año durante 1992 y 1993, es insuficiente. A pesar de obtener dichos recursos, la Caja continuará captando no para prestar sino para cubrir pérdidas operacionales. Una capitalización mayor a la anunciada por parte del gobierno mejoraría la situación, pero naturalmente comprometería o bien la estabilidad macroeconómica o el gasto público en otros sectores prioritarios[6].

Hay amplia justificación para contar con un intermediario que canalice crédito al pequeño agricultor. En caso de que se considere deseable que el mismo otorgue subsidios, es factible que su margen financiero no cubra costos operacionales. Las pérdidas resultantes deberían ser cubiertas por el Presupuesto de la Nación, que, en aras de la eficiencia y la transparencia, siempre debe ser el mecanismo escogido para canalizar subsidios.

En la situación actual, y la previsible a mediano plazo según el estudio citado, habrá grandes demandas sobre el Presupuesto, no tanto para canalizar subsidios a los agricultores, sino para asumir las pérdidas ocasionadas en la carga laboral y pensional y en la reducción del margen financiero de la Caja. Esta situación no es conveniente ya que estas capitalizaciones no solucionan el problema estructural de la institución, y hace pensar que casi con seguridad se requerirán recursos presupuestales adicionales en el futuro.

En tal sentido, y por lo menos desde un punto de vista técnico, no debe rechazarse, por definición, la posibilidad de que el intermediario que requieren los pequeños agricultores sea un organismo diferente del que existe hoy. Una solución como las capitalizaciones graduales anunciadas para 1992 y 1993 no solucionan en forma definitiva los problemas financieros y patrimoniales que la Caja afronta. En nuestra opinión, no se le prestaría un gran servicio a los usuarios que se quiere favorecer si el intermediario financiero que se les ofrece es una entidad endeble, que reiterativamente debe frenar su operación crediticia a la espera de que el gobierno la capitalice.

6. No sobre recordar que estas apreciaciones se hacen con base en proyecciones que suponen mejoras importantes en la eficiencia operativa de la Caja..

Sería muy deseable, por ejemplo, que se diseñaran mecanismos que motivaran la participación de otros intermediarios en el crédito a los pequeños agricultores. Eliminando los topes a las tasas de colocación, se podría pensar en que intermediarios como las cooperativas, que tienen una clara afinidad con agentes económicos de pequeño tamaño, encuentren incentivos para suplir las necesidades que la Caja no está satisfaciendo plenamente.

DESARROLLO DE UN MERCADO DE BONOS HIPOTECARIOS EN COLOMBIA: ALGUNAS PERSPECTIVAS COMPARATIVAS

*Dr. Benjamín Rowland**

El tema de esta conferencia es el de las perspectivas para el desarrollo de un mercado de bonos hipotecarios en Colombia. Mi enfoque será el de considerar algunos de los aspectos que se han destacado durante el desarrollo de mercados de bonos hipotecarios en los Estados Unidos y luego estudiar esta experiencia en busca de ideas que puedan aplicarse en Colombia.

Hay algo en lo que quiero ser enfático desde el principio. El desarrollo de un mercado de bonos hipotecarios -o de cualquier otro tipo de mercado de capital- debe responder en primer lugar a las realidades internas del país. La experiencia extranjera puede ser una especie de guía. Puede ayudarles a evitar errores costosos. Pero esa experiencia no puede utilizarse como un patrón fijo para el desarrollo de su propio mercado. Permítanme ilustrar este hecho con un pequeño ejemplo. En los Estados Unidos, una persona se muda de residencia cada cinco años, en promedio. Yo no conozco la cifra para Colombia, pero supondría que la gente se muda con

* Corporación Interamericana de Inversiones del BID

mucha menos frecuencia. En todo caso, por este solo hecho demográfico, ha habido una clara tendencia en los Estados Unidos a crear instrumentos hipotecarios con un nivel más alto de liquidez - es decir, hipotecas que pueden prepagarse a solicitud del prestatario sin que incurra en sanción o multa alguna. En los Estados Unidos, el costo de esta liquidez ha sido asumido por los bancos emisores, quienes la han pagado cobrando tasas más altas de interés o, en algunos casos, declarándose en quiebra - o por los tenedores de algunos títulos valores respaldados con hipotecas quienes reciben reembolsos más altos de capital cuando bajan las tasas de interés y más bajos cuando suben los intereses.

Lo que quiero decir no es que Colombia no pueda disfrutar de los beneficios de la liquidez, sino que la necesidad misma de liquidez puede derivarse de otras consideraciones como lo pueden ser, por ejemplo, los aspectos demográficos, que con seguridad son distintos en todos los países. Si Colombia se limitara simplemente a importar el modelo de los Estados Unidos, podría terminar "pagando" más liquidez de la que requieren las condiciones del país.

Hecha esta salvedad, permítanme regresar a la experiencia de los Estados Unidos. Para finales de 1991, las hipotecas de todo tipo que había en circulación sumaban aproximadamente US$ 4 billones (trillones anglosajones). Aproximadamente una tercera parte de esta cifra, es decir, 1.3 billones, se ha concentrado en **pools** o se ha transformado en títulos valores relacionados con el mercado hipotecario, y es muy probable que continúe aumentando en los próximos años la proporción de hipotecas representadas en títulos valores. La mayor parte de esta actividad ha sucedido en menos de doce años, a partir de principios de los años ochentas, pero eso me lleva a adelantarme en mi tema, de manera que echémosle una mirada a la estructura actual del mercado y luego a los factores a los cuales se les puede atribuir su evolución.

ESTRUCTURA DEL MERCADO HIPOTECARIO EN LOS ESTADOS UNIDOS

Cuando analizamos quiénes son los prestatarios dentro del mercado hipotecario de los Estados Unidos, encontramos que un 80% de la deuda pendiente está en manos de familias y que el resto corresponde a granjas agropecuarias y a operaciones comerciales.

Esta concentración de hipotecas residenciales y el rápido crecimiento de su volumen son reflejo de los factores demográficos que les mencioné. Los Estados Unidos atravesaron su famosa época del **baby boom** durante los años siguientes a la Segunda Guerra Mundial, y esa generación comenzó a sentir la necesidad de adquirir vivienda propia entre el decenio de los 70 y el de los 80. Esa demanda fue coadyuvada por los niveles más altos de prosperidad y los cambios en los patrones sociales, incluyendo un número cada vez mayor de hogares de padres solteros y de personas que preferían vivir solas a vivir con sus familias. Estas tendencias encontraron el apoyo adicional de un elevado nivel de subsidios por parte del gobierno, pues los pagos de intereses hipotecarios eran deducibles del impuesto a la renta.

La demanda de financiación hipotecaria para adquisición de vivienda también se vio afectada durante ese período por unas tasas de inflación que superaban por mucho los niveles promedio. En tiempos de inflación, la regla básica es que los bienes raíces conservan su valor mejor que los activos financieros. De hecho, como las hipotecas en esa época tenían plazos sumamente amplios -20 a 30 años- y las tasas de interés eran fijas, las tasas reales de interés por lo general resultaban ser negativas después de los ajustes por inflación.

Debo decir en toda justicia, que durante esa época mucha gente llegó a pensar que el hecho de comprar una casa y endeudarse hasta donde fuera posible con una hipoteca era el mejor negocio y que era una de esas situaciones donde no había manera de perder. Y de hecho, una de las explicaciones más comunes para la tremenda baja en el nivel de ahorro personal que se dio en los Estados Unidos era que la gente creía que si aumentaba su "capital residencial" compensaba de sobra y sustituía perfectamente su ahorro personal. Y los bancos contribuyeron a esta tendencia al aceptar cantidades cada vez mayores de hipotecas de segundo grado, que ellos llamaban "home equity loans". Hoy en día la demanda de hipotecas continúa siendo alta aunque los precios de la vivienda han venido cayendo y la construcción de vivienda nueva ha alcanzado niveles históricamente bajos. La razón, claro está, es la drástica caída de las tasas de interés, que ha hecho que la gente refinancie sus hipotecas pendientes a tasas más bajas de interés.

La demanda de financiación para bienes raíces de uso comercial también se vio afectada por otros factores, además de los que acabo de mencionar. Hasta la sanción de la Ley de Reforma Tributaria de 1986, los edificios de oficinas, los centros comerciales suburbanos y los complejos conocidos como "apartamentos jardín" constituían algunas de las inversiones más atractivas en materia de alivio tributario para personas naturales adineradas. Aún cuando se agotó esta fuente de demanda, la demanda especulativa continúo con ímpetu hasta finales de la década de los años ochentas, debido a las significativas compras provenientes de Asia, Europa y otras partes del mundo, atraídas en gran parte por la subvaluación del dólar.

Quiénes han sido los principales prestamistas hipotecarios? Históricamente, las Asociaciones de Ahorro y Préstamo (Savings and Loans Associations, S&Ls) fueron las entidades que más participaron en ese mercado, pero hoy no representan sino un 17% de todas las hipotecas en circulación. Su participación en el mercado hipotecario se ha reducido drásticamente durante los últimos años, por motivos que se han vuelto tristemente claros para los contribuyentes estadounidenses que han quedado con una deuda que podría ascender a los US$ 400 mil millones para consolidar las entidades que están en problemas y liquidar aquellas que ya es imposible mantener vivas por más tiempo.

Por otra parte, los bancos comerciales han ampliado recientemente su participación en el mercado y tienen casi una quinta parte de las hipotecas en circulación. La mayoría de los créditos hipotecarios otorgados por bancos están destinados a préstamos a más corto plazo para financiar la construcción de establecimientos comerciales, para vivienda multifamiliar y para vivienda particular más costosa.

Otras clases de prestamistas en este campo incluyen: compañías de seguros, fondos de pensión y jubilación, bancos hipotecarios y organismos federales. Sin embargo, los principales son los **pools** o consorcios hipotecarios que hoy representan casi una tercera parte de los préstamos hipotecarios en circulación. Los **pools** hipotecarios se encargan del cobro de hipotecas similares a las que se utilizan como garantía para el otorgamiento de nuevos títulos

respaldados con hipotecas. El gobierno y el sector privado desempeñaron un papel importante en estos acontecimientos. Miremos ahora lo que fueron sus actividades dentro de los mercados hipotecarios y algunas de las razones por las cuales decidieron entrar a participar en ese mercado.

DESARROLLO DE GARANTÍAS EN EL MERCADO HIPOTECARIO

Para hablar del desarrollo de los títulos valores en el mercado hipotecario de los Estados Unidos, debemos remontarnos a la época de la Gran Depresión. Durante este período, fueron pocos los préstamos hipotecarios que se hicieron y muchas las hipotecas existentes que se cancelaron. Los correspondientes bienes raíces se pusieron a la venta y los precios de la vivienda se fueron al suelo. Esto puso en peligro la solvencia financiera de muchos prestamistas hipotecarios, especialmente las entidades de ahorro y vivienda.

Para hacerle frente a estos problemas, el gobierno federal tomó varias medidas. Por ejemplo, aseguró las entidades de ahorro y préstamo a través de la Federal Deposit Insurance Corporation y de la Federal Savings and Loan Insurance Corporation, e impuso controles más estrictos para los préstamos hipotecarios. Pero lo que es aún más importante para el tema que nos ocupa, es que creó varias agencias federales para asegurar las hipotecas y eventualmente las hipotecas comerciales.

En 1934 se creó la Asociación Federal de Vivienda (Federal Housing Association FHA) la cual tenía la facultad de reembolsar hasta un 90% de los préstamos hipotecarios residenciales. Con esta medida, el gobierno alentó a los sectores financieros privados para que otorgaran más préstamos de vivienda con plazos más amplios y tasas de interés más bajas. En 1944 se creó la Administración de Veteranos (VA) con la misma función, sólo que se dedicada a ayudarle a los militares a adquirir vivienda. Mientras estos esquemas de garantía del gobierno aumentaron el ritmo de creci miento de los préstamos hipotecarios, la creación del mercado de hipotecas residenciales fue un poco más lenta.

La primera agencia federal que se creó para el manejo de hipotecas de vivienda fue la Federal National Mortgage Association

(FNMA), generalmente conocida como Fannie Mae. La FNMA se creó en 1938 con el objeto de comprar y vender hipotecas otorgadas por los bancos emisores y respaldadas por la FHA, pero su proceso de desarrollo fue lento debido a lo limitado de su capital inicial y de su capacidad de crédito.

En 1968, la FMNA se dividió en dos entidades y la FNMA se convirtió en una compañía privada dedicada a los mercados secundarios. Por otra parte, algunos programas de crédito respaldados por subsidios y créditos del gobierno se trasladaron a una nueva corporación conocida como Government National Mortgage Corporation (GNMA) o Ginnie Mae.

Las funciones de la GNMA se dividen en dos que a su vez son parte integral de un mismo programa. Bajo una porción del programa, la GNMA compra hipotecas para financiar vivienda para familias de bajos ingresos a tasas de interés por debajo del mercado. Esas hipotecas de "asistencia social" eventualmente se le venden a la FNMA o a inversionistas privados a los precios vigentes del mercado. La segunda parte del programa de la GNMA, que es más pertinente para el tema que nos ocupa hoy, es un programa de títulos respaldados con hipotecas. En éstos la GNMA se compromete a respaldar los pagos de principal e intereses sobre valores emitidos por entidades hipotecarias privadas si dichos valores están a su vez respaldados por **pools** de hipotecas garantizadas por el gobierno.

Estos valores llamados "de paso" son populares entre las asociaciones de ahorro y préstamo, los fondos de pensiones, los bancos comerciales y los inversionistas privados, puesto que se consideran títulos líquidos y seguros que generan tasas atractivas de rendimiento. Las entidades emisoras obtienen los fondos para nuevos préstamos vendiendo estos valores de "paso" contra hipotecas que colocan en un **pool** y continúan obteniendo ingresos por el manejo de estas hipotecas agrupadas. Actualmente, la mayoría de las nuevas hipotecas otorgadas por el grupo FHA-VA para vivienda familiar están, o bien colocadas en **pool** como respaldo de los valores de paso, o bien vendidas directamente a la FNMA.

En 1970 se creó otra agencia federal para contribuir con el mercado hipotecario secundario. Es la Federal Home Loan

Mortgage Corporation (FHLMC), conocida como Freddie Mae. El programa de la FHLMC es desarrollar un mercado secundario para hipotecas convencionales de vivienda, especialmente aquellas que carecen de respaldo. Este caso es diferente al de la FNMA y la GNMA, quienes se dedican básicamente al manejo de valores garantizados por el gobierno. Hoy día, un 80% de los préstamos hipotecarios convencionales adquiridos por la FHLMC provienen de las asociaciones de ahorro y préstamo y el resto lo generan los bancos hipotecarios y comerciales.

Las obligaciones hipotecarias con garantía prendaria, conocidas como CMOs (collateralized mortagage obligations) son una innovación relativamente reciente en el campo de los títulos respaldados con hipotecas. Se expiden en varias clases con base en la programación del reembolso de los préstamos hipotecarios que se colocan en **pool** para respaldar cada CMO. Así, las CMOs le ofrecen a los inversionistas una amplia gama de plazos y ayudan a compensar algunas incertidumbres que con respecto al flujo de caja surjen como consecuencia de reembolsos anticipados del préstamo por parte del prestatario.

Una técnica popular es dividir un **pool** de hipotecas en varios grupos. Así, por lo menos una parte del **pool** de hipotecas puede llevarse a un comportamiento similar al de un instrumento normal de endeudamiento con vencimiento final altamente predecible. Los inversionistas que compran la porción menos riesgosa reciben los intereses más bajos, mientras que aquellos que adquieren la porción más riesgosa (que algunas veces se conoce como la "primera pérdida") se compensan con las tasas más altas de interés. Por ejemplo, bajo las condiciones del mercado actual, un inversionista de bajo riesgo podría recibir un rendimiento similar a la tasa de interés que ofrece el Tesoro de los Estados Unidos, más un 0.5%, mientras que el inversionista de la "primera pérdida" recibiría la tasa del Tesoro más hasta 600 puntos de base. Para poner este ejemplo en perspectiva, es una tasa que representa dos veces la diferencia (spread) entre la tasa del Tesoro y los bonos nominales que se ofrecen en México.

No hace mucho, los préstamos hipotecarios se ofrecían casi exclusivamente a largo plazo, con tasas fijas de interés pero cuando

las tasas de interés alcanzaron niveles récord entre finales de los 70 y comienzos de los 80, estas hipotecas de interés fijo perjudicaron a muchas entidades de ahorro y préstamo, puesto que tuvieron que aumentar sus tasas de interés para captar depósitos y sin embargo no pudieron aumentar la tasa de los créditos otorgados a largo plazo, por lo cual se creó un desequilibrio entre activos y pasivos. Esta experiencia llevó a los prestamistas hipotecarios a crear hipotecas con tasas variables de interés. Hoy día, tenemos una amplia variedad de instrumentos hipotecarios, tales como hipotecas convertibles que pueden cambiar de tasas variables a tasas fijas, e hipotecas reajustables, a las cuales se les puede cambiar en algunos casos su vencimiento y sus intereses.

Hasta ahora he hablado principalmente sobre la participación del gobierno en la creación de un mercado hipotecario, pero también ha habido muchas ocasiones en que el sector privado ha desempeñado un papel significativo. Durante mucho tiempo, los profesionales de las finanzas estuvieron muy interesados en el tema de las hipotecas debido a su gran volumen y a su solidez. Una vivienda es por lo general la inversión más grande de una familia y es su única manera de defenderse en épocas difíciles. El principal problema ha sido diseñar las hipotecas de tal manera que puedan ser asimiladas a un instrumento negociable.

El sector privado comenzó a atacar este problema aplicando técnicas estadísticas y actuariales. Aunque el comportamiento de una sola hipoteca era impredecible, si uno lograba reunirlas en grupos de hipotecas con características similares, las leyes de los grandes números comenzaban a obrar en favor de uno. Así fue que las hipotecas comenzaron a clasificarse de acuerdo con su volumen (casi siempre dependía del patrimonio del prestatario), o con su tasa de interés o con la región geográfica de donde provenían. Y comenzó a ser posible hacer algunas suposiciones sobre las tasas de interés de mora y la probabilidad de que se prepagaran. Entre otras cosas, nada de esto hubiera sido posible sin la fuerte baja en los costos de procesamiento por computador, pues éste es un negocio que requiere matemáticas intensivas. Durante ese período, yo trabajaba en la bolsa comercial de los Salomon Brothers, el banco de inversión al cual se le atribuye por lo general el crédito de haber sido líder de

estos adelantos. Y en caso de que alguno de ustedes piense que éste era un ejercicio intelectual abstracto, les recomiendo enfáticamente que se lean un libro titulado **Liars Poker,** de Michael Lewis, especialista en describir hasta el más mínimo detalle la energía, las personalidades y algunos de los vulgares excesos de una firma de Wall Street durante su apogeo.

En 1977, los Salomon Brothers convencieron al Bank of America de hacer flotar una emisión de $150 millones representados en valores respaldados por hipotecas agrupadas en **pool.** Este fue el primer intento del sector privado de emitir títulos respaldados con hipotecas. Luego, Salomon y otros bancos de inversión de Wall Street llevaron a cabo con éxito un programa de "lobbying" con el gobierno para que cubriera los títulos valores respaldados con hipotecas generados por el sector privado.

Pero para que el mercado de bonos hipotecarios en los Estados Unidos pudiera llegar a la etapa de madurez en que se encuentra hoy, faltaba aún un paso muy importante. Y éste fue el hecho de que el gobierno de los Estados Unidos reconociera que las entidades financieras dedicadas al negocio hipotecario estaban atravesando una grave crisis financiera debido al margen negativo que había entre la tasa de retorno que les producían sus activos y el costo de sus depósitos. En octubre de 1981, el gobierno estableció cambios contables según los cuales las asociaciones de ahorro y préstamo debían reconocer la pérdida que les producía su cartera hipotecaria. Al mismo tiempo, les permitió acumular las pérdidas tributarias de los últimos diez años y amortizar las pérdidas durante la restante vigencia de los instrumentos hipotecarios. El efecto neto de estos cambios tributarios y contables fue un incentivo irresistible para vender hipotecas viejas y adquirir nuevas. Con estos cambios, el mercado de bonos hipotecarios arrancó con un vigor que no ha mermado hasta la fecha. Entre 1977, cuando se lanzó la oferta del Bank of America, y octubre de 1981, se habían creado aproximadamente US$1.500 millones de estos nuevos instrumentos agrupados bajo el sistema de **pool.** Hoy, como lo mencioné anteriormente, el volumen está cerca de los $1.3 billones y aún va en ascenso.

ALGUNAS CONCLUSIONES TENTATIVAS

¿Se puede derivar de la experiencia de los Estados Unidos alguna lección que sea útil para Colombia en su propósito de explorar las posibilidades de crear un mercado interno de bonos hipotecarios?

Al igual que en los Estados Unidos, en Colombia probablemente se aplica el principio de que el atractivo de los títulos valores respaldados con hipotecas es su solidez, indistintamente de si están respaldadas por alguna estructura de garantías gubernamentales o no. Yo tengo entendido que las autoridades colombianas han detectado una fuerte necesidad de crear nuevos y variados instrumentos de alta calidad, especialmente en vista de las nuevas reformas a las que se han sometido los fondos de pensiones.

Pero aunque los instrumentos hipotecarios pueden satisfacer criterios de crédito, la experiencia de los Estados Unidos demuestra que implican un alto riesgo estructural. De manera que una lección que sí ha quedado clara, y les pido disculpas si mi conclusión parece demasiado obvia, es que las hipotecas que respaldan los títulos valores reunidos en un fondo común deben ser lo más homogéneas que sea posible. Porque de lo contrario, el título valor mismo tendería a comportarse en forma extraña e impredecible.

Existen algunos pasos prácticos que pueden ayudar a lograr esa estandarización de los documentos hipotecarios y, claro está, la exigibilidad de los contratos hipotecarios. Si las leyes y las costumbres no permiten la ejecución del prestatario moroso, es simplemente imposible que los bonos hipotecarios funcionen.

Un mercado de bonos hipotecarios puede desarrollarse paralelamente con políticas gubernamentales firmes y activas que promuevan la construcción de viviendas de interés social. Sólo hay que asegurarse de que al mercado -que estará compuesto de inversionistas voluntarios- no se le exija que asuma el costo del subsidio por sí mismo.

Colombia bien puede estar iniciando su proceso con algunas ventajas frente a los Estados Unidos. En primer lugar, las tasas de los intereses hipotecarios ya son flotantes, y las CAVs (corporaciones de ahorro y vivienda) pueden financiarse solas con depósitos indizados en forma similar. De tal manera que los riesgos de

desequilibrio son mucho menores. También parto del supuesto de que los patrones demográficos son distintos y posiblemente más estables que en los Estados Unidos. Estos dos factores sugieren que los riesgos de pago anticipado podrían ser más bajos en Colombia, lo que significa que los títulos hipotecarios podrían ser menos volátiles de lo que han sido en Estados Unidos.

Una segunda lección que puede derivarse de la experiencia de los Estados Unidos es que el gobierno y los intereses privados pueden desempeñar un papel fundamental en el desarrollo de ese mercado. El gobierno tiene el poder y la responsabilidad de moldear el clima dentro del cual se desarrollará y operará el mercado, pero debe utilizar ese poder con la prudencia más absoluta, pues de lo contrario los dolores de cabeza irían a la par con las utilidades.

Por último, y también desafortunadamente, la experiencia de los Estados Unidos sugiere que se requiere una crisis financiera o por lo menos un severo descalabro económico para que el mercado pase de una etapa a otra dentro de su proceso de evolución. El mercado estadounidense de bonos hipotecarios no existiría en su forma actual si la Gran Depresión no hubiera forzado al gobierno a desempeñar su papel de garante, y si los acontecimientos económicos de los años setentas y ochentas no hubieran agotado severamente el capital de base de las entidades financieras dedicadas al mercado hipotecario.

COMENTARIO

*Alberto Gutiérrez Bernal**

Quiero efectuar algunos comentarios generales sobre la presentación que acaba de realizar el señor Rowland y resaltar algunos de los puntos que él ha mencionado que para el caso colombiano son de vital importancia. Es claro que este proceso del Mercado Secundario de Hipotecas (MSH) o de emitir títulos con respaldo en los créditos hipotecarios cumple unos objetivos bien importantes. Pueden resumirse en:

1. Este proceso sirve como una fuente importante de recursos para el otorgamiento de nuevos créditos.

2. Disminuye los riesgos para la entidad otorgante de los créditos.

3. Fomenta un mercado de capitales a largo plazo. Este objetivo es importante sobre todo con las perspectivas que se abren en el sector financiero con la aparición de los Fondos de Pensiones y con los nuevos Fondos de Cesantías hoy existentes.

De otro lado este proceso genera unos beneficios bien importantes que le imprimen eficiencia al desarrollo de los esquemas financieros. La mayor ventaja es la disminución en el riesgo de la operación financiera reflejada en la eliminación total de los riesgos de tasas de interés y plazo que para el caso de los créditos hipotecarios en Colombia son altos al ser estos créditos otorgados con recursos captados a través de operaciones a la vista. Este esquema

* Vicepresidente Financiero de Colmena.

del MSH lleva a que el único riesgo que persista en estas operaciones de crédito sea el riesgo de no pago. De esto se deriva la ventaja adicional de permitir una disminución en los requerimientos de capital de las entidades que otorgan los créditos al poder sacar estos créditos del activo de la entidad otorgante. Esto genera a su vez menores costos del crédito. Otra ventaja interesante es la de permitir separar los procesos de prestar y captar recursos. El negocio de la intermediación financiera involucra dos negocios que son bien distintos; uno es el de captar recursos y otro el de prestar recursos.

El MSH permite separar estos dos procesos y que las entidades se puedan especializar en uno de ellos. De esta forma el crecimiento en la colocación de recursos no va estar limitado ni por la capacidad de captarlos ni por la capacidad de los accionistas de aportar recursos propios sino solamente por la capacidad y eficiencia que tenga la entidad de otorgar los créditos y administrarlos adecuadamente.

La titularización disminuye entonces algunas de las ineficiencias que se generan dentro del proceso de la intermediación financiera. Otra de las ventajas que tiene es la de aumentar la competencia en la colocación de los créditos lo cual se ve igualmente reflejado en menores costos y mayor servicio para el usuario final. También facilita la captación de recursos a largo plazo lo cual es bueno para la entidad otorgante de los créditos y para los inversionistas quienes requieren títulos de largo plazo dentro de su portafolios de inversión (Compañías de Seguros, Fondos de Cesantías, Fondos de Pensiones, etc.). Para estas entidades resulta difícil administrar sus portafolios sin contar con títulos de mediano y largo plazo en el mercado financiero.

Como es lógico, y es una de las cosas que hay que resaltar en forma importante, es que esta nueva forma de captar recursos está ligada a las tareas del mercado. Es bien importante tener claro que los recursos que se captan a través de un MHS o a través de un proceso de titularización son recursos a tasas de mercado porque estos títulos van a ser colocados en el mercado financiero y van a ser comprados libremente, no a través de inversiones forzosas, por los inversionistas.

Si nosotros miramos cuales son las características de la cartera que hoy podría ser titularizable por parte de las corporaciones de ahorro y vivienda con este esquema podríamos resaltar los siguiente:

La cartera total de las corporaciones de ahorro y vivienda de largo plazo se eleva a $ 1.7 billones de pesos representados en 400 mil créditos de los cuales alrededor de unos 385 mil corresponden a créditos de vivienda y unos 15 mil a créditos de no vivienda (créditos para adquisición de oficinas, locales, consultorios, centros comerciales, hoteles, etc.).

Si miramos cual es la distribución de estos créditos por tasa de interés de los 400 mil créditos el 72% están representados en créditos con tasas entre corrección monetaria + 5% y corrección monetaria + 8%. Es decir, si tenemos en cuenta que la corrección monetaria actualmente está alrededor del 18%, esto implicaría que el 72% de los créditos del sistema (UPAC) están pagando tasas inferiores a la tasa de inflación. El total de la cartera de largo plazo tiene una tasa ponderada promedio de corrección monetaria +9.8%.

Si analizamos cual ha sido el comportamiento histórico de la corrección monetaria, CM, frente a la tasa de inflación y frente a la tasa de captación (DTF) del mercado, tomando los últimos 5 años (los análisis no difieren mucho si se contemplan 10 años), nos encontraremos con que la corrección monetaria ha estado en promedio 4 puntos por debajo de IPC (índice de inflación) y que la corrección monetaria ha estado 11 puntos por debajo del DTF en promedio. Eso nos lleva a concluir que en promedio, la cartera de las corporaciones de ahorro y vivienda de largo plazo ha estado alrededor de 1.2% por debajo del DTF. Esto, sin incluir ningún tipo de comisiones de administración ni de emisión, permitiría sacar documentos producto de la titularización a una tasa de DTF-1.2%, título que por su baja tasa no tendría salida dentro del mercado financiero a largo plazo.

Los créditos de los rangos altos de vivienda con tasas alrededor de CM + 12 A CM + 16 permitirían eventualmente sacar títulos a una tasa máxima del DTF + 3% lo cual se podría pensar que sería colocable en el mercado. El problema surge del hecho de que si yo como corporación de ahorro y vivienda vendo la cartera de los

rangos altos estaría disminuyendo la rentabilidad promedio de mi cartera. En otras palabras si yo titularizo los créditos de los rangos altos que podrían tener tasas de mercado no tendría cómo seguir subsidiando los créditos de los rangos bajos.

De este análisis general se concluye que existen tres problemas para la titularización de los créditos de las corporaciones de ahorro y vivienda; el primero es que las tasas de colocación de cartera que actualmente poseen las corporaciones de ahorro y vivienda es muy baja frente a las tasas del mercado lo cual no permite emitir títulos a tasas de mercado. El segundo problema está generado por los subsidios cruzados y es que los títulos que serían titularizables son los que le dan la rentabilidad a la cartera y si éstos se venden, la rentabilidad promedio de la cartera caería. Y la tercera dificultad es el que hecho de que las corporaciones al titularizar su cartera tendrían que disponer de nuevas opciones de colocación para recolocar nuevamente en el mercado los nuevos recursos obtenidos de ese proceso.

El señor Rowland ha hecho un recuento de como se ha desarrollado el mercado secundario de hipotecas en Estados Unidos y ha hecho algunas recomendaciones generales para el caso colombiano que coinciden totalmente con las dificultades que mencionaba hace un momento. Para el desarrollo de nuestro mercado, él menciona que mientras la cartera no esté colocada a tasas de mercado es realmente difícil adelantar la titularización y también resalta el punto correspondiente a los subsidios cruzados; mientras se tenga este tipo de subsidios, se va a encontrar dificultades para el proceso de titularización. Es claro que si se eliminaran los subsidios cruzados, el tercer problema de las nuevas posibilidades de colocación se eliminaría realmente porque en el mercado colombiano hay una demanda importante de crédito centrada en los rangos de vivienda popular, capaz incluso de absorber los recursos generados por una titularización. Lo que no es viable económicamente es recolocar estos recursos en esos rangos mientras estén a tasas subsidiadas.

De todo lo anterior podemos concluir entonces que no obstante la Resolución No. 645 de la Superintendencia de Valores haya establecido de una forma acertada las reglas del juego para que se desarrolle la titularización en Colombia, por lo menos en lo que respecta a la titularización de créditos hipotecarios pensamos que

su desarrollo va a ser muy lento y ésto solo se irá llevando a cabo en la medida que se vayan solucionando las dificultades que hemos mencionado atrás, es decir, que se vayan eliminando los subsidiados cruzados y se vayan llevando las tasas de la cartera a tasas de mercado, lo cual sólo puede lograrse a través de ajustes consecutivos de la fórmula de la corrección monetaria.

*LA PRIVATIZACION EN PAISES NO MIEMBROS DE LA OECD**

*Violy de Harper y Luis Gallo***

Un número creciente de países no pertenecientes a la OECD[1] está emprendiendo procesos de privatización, siguiendo el ejemplo que dieron los países de la OECD durante la década de los ochentas. Países como Chile, México y Portugal han logrado completar una serie de transacciones importantes, reduciendo así la participación del sector público en sus economías. Estos países ya han comenzado a cosechar los beneficios de la privatización: reducción en el déficit del sector público, aumento en los ingresos tributarios, promoción de la inversión privada a nivel tanto nacional como extranjera, desarrollo de mercados locales de capital y una mayor ventaja competitiva en el campo de las exportaciones. La mayoría de los demás participantes en procesos exitosos de privatización se ha beneficiado también. Los vendedores de entidades públicas han ofrecido las compañías en condiciones muy atractivas, mientras que los compradores del sector privado han llevado a cabo

* Traducción del artículo publicado en inglés en Proyect Finance year book. 1991/92, que sirvió de base a la presentación de Luis Gallo en el simposio.

** Funcionarios de J.P. Morgan & Incorporated.

1. Organización Económica para la Cooperación y el Desarrollo. A ella pertenecen Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Islandia, Irlanda, Italia, Japón, Luxemburgo, Holanda, Nueva Zelandia, Noruega, Portugal, España, Suecia, Suiza, Turquía, Gran Bretaña y Estados Unidos. (Nota de la Editora).

sus transacciones dentro de procesos eficientes y transparentes. Los clientes de las empresas privatizadas reciben ahora mejores servicios y productos generados por fuerzas laborales que reciben niveles más justos de remuneración.

Hay más de 80 programas de privatización ya iniciados en países no pertenecientes a la OECD y en las economías antes centralmente planificadas.

Sin embargo, a pesar del beneficio comprobado de la privatización de **exitosas empresas de propiedad del estado** (EEs)[2] sólo se han completado unas pocas privatizaciones grandes. Entre más de 500 privatizaciones completadas desde 1980 en países no pertenecientes a la OECD, menos de 20 han sido avaluadas en más de US$ 100 millones. Por lo tanto, es de crucial importancia analizar por qué se han llevado a cabo tan pocas privatizaciones en países no miembros de la OECD y las condiciones que determinan que la operación sea exitosa para vendedores, inversionistas y asesores.

Varias razones contribuyen a explicar por qué se han completado pocos procesos grandes de privatización en países no miembros de la OECD:

-La privatización es todavía un fenómeno muy reciente en la mayoría de los países no miembros de la OECD, donde no ha recibido aún amplio respaldo político.

-Las técnicas de privatización desarrolladas en los países miembros de la OECD no son directamente trasladables a los países no miembros de la misma.

-Muchas EEs requieren procesos significativos de restructuración y rehabilitación antes de ser ofrecidas en venta para privatización, y éste es un proceso que puede tomar varios años.

-La inestabilidad de las condiciones económicas reinantes en la mayoría de los países no miembros de la OECD durante los años ochentas, y el alto nivel de proteccionismo y regulación no alentaban la inversión privada ni a nivel internacional ni a nivel interno.

2. State-owned enterprises (SOEs) en inglés. (Nota de la Editora).

-Fue sólo recientemente que los "agentes facilitadores" con la experiencia necesaria, tales como los organismos multilaterales, las firmas de contabilidad, los asesores financieros y los abogados comenzaron a apoyar a los países no miembros de OECD en la restructuración y privatización de sus grandes EEs.

-La falta de "factores facilitadores", tales como los sistemas financieros locales bien desarrollados, marcos legales y reglamentarios adecuados, infraestructura moderna e inversionistas locales idóneos constituye por lo general una barrera insalvable contra la privatización.

-Finalmente, la privatización de empresas grandes constituye una complejísima transacción que requiere cantidades sustanciales de tiempo y recursos tanto de los gobiernos como los inversionistas, prestamistas y facilitadores.

En el presente artículo se identifican cinco condiciones claves necesarias para un proceso exitoso de privatización de empresas grandes (transacciones por valor superior a los US$ 100 millones) en países no miembros de la OECD. Luego se pasa a describir lo que debe ser la preparación de las EEs antes del proceso de privatización que pueden aplicarse. También se hace una evaluación de la relación entre los vendedores del sector público, los compradores del sector privado y los agentes facilitadores que afectan o que pueden influir en la eficiencia y la transparencia de los grandes procesos de privatización. El artículo termina con un repaso de tendencias y perspectivas en el campo de la privatización de grandes empresas en países no miembros de la OECD.

CONDICIONES CLAVES PARA EL EXITO DE PRIVATIZACIONES IMPORTANTES

Una privatización "exitosa" es aquella donde el vendedor del sector público y el comprador del sector privado celebran una transacción que equilibra los objetivos múltiples de ambas partes. Dicha transacción debe ser el resultado de un proceso eficiente y transparente de privatización. Además de una privatización exitosa debe rendirse al país huésped los beneficios económicos que pueden derivarse del traslado de compañías industriales y de

servicios al sector privado. La transacción también debe producirse a los inversionistas, prestamistas y facilitadores ingresos proporcionales a los riesgos que asumen. Por último una privatización exitosa debe ser capaz de crear un ente económico competitivo, rentable y autónomo que quede en manos de los inversionistas privados.

En su forma más elemental, el éxito de una privatización grande depende de cinco condiciones básicas: compromiso del vendedor del sector público; preparación adecuada para la privatización; procesos de privatización transparentes y eficientes; vendedores y prestamistas adecuados; y el apoyo de facilitadores calificados.

VENDEDORES COMPROMETIDOS Y COMPRADORES, PRESTAMISTAS Y FACILITADORES ADECUADOS

La privatización es un proceso altamente complejo y controvertido. Los gobiernos deben contar con una sólida determinación de completar las transacciones oportunamente. de acuerdo con los parámetros establecidos y con base en criterios objetivos de selección, con el fin de vencer cualquier resistencia que pueda surgir por parte de sindicatos laborales, partidos políticos de oposición, grupos de interés local y legislaciones. El compromiso implica la dedicación de funcionarios públicos altamente motivados y calificados y la inversión de recursos sustanciales para implantar un programa de privatización: dos requisitos que no se dan con facilidad en países no miembros de la OECD.

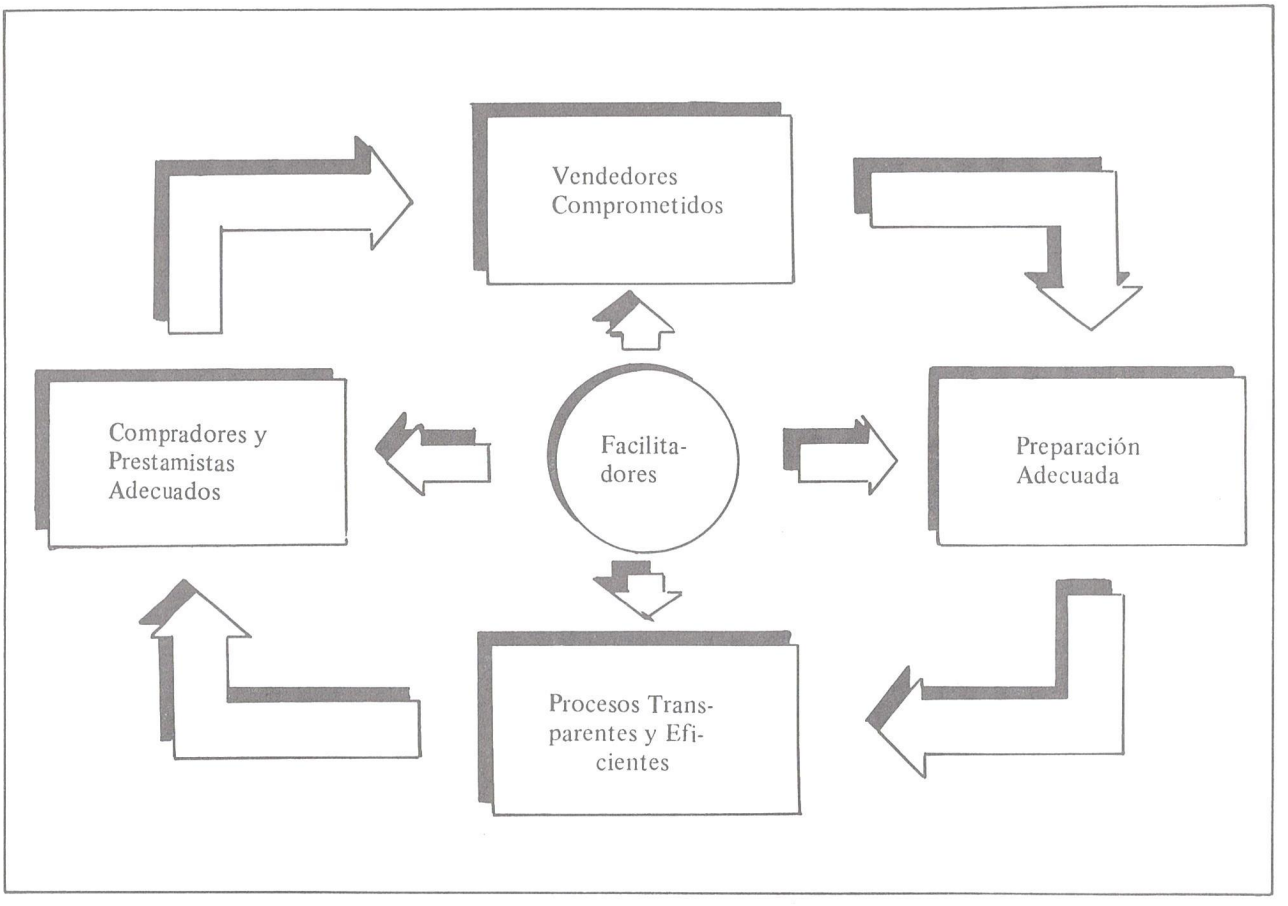
En países no miembros de la OECD, las transacciones financieras de gran volumen -trátese de privatizaciones, fusiones, reducciones de la participación pública en la propiedad de las empresas, reestructuraciones o financiación de proyectos- exigen normalmente la experiencia y los recursos de inversionistas o prestamistas extranjeros. La necesidad de apoyo externo surge de las limitaciones del sector privado local y de los mercados financieros domésticos. Los agentes facilitadores tales como los organismos multilaterales y los asesores financieros internacionales pueden actuar como catalizadores en el proceso de privatización, ofreciendo el apoyo y la experiencia técnica que se requieren para cerrar un proceso importante de privatización, contribuyendo simultánea-

mente a los objetivos tanto de vendedores como de compradores. Ver Ilustración 1.

La participación de inversionistas calificados potenciales fortalece la decisión de los gobiernos huéspedes y de los vendedores del sector público de iniciar procesos de privatización. Asimismo, es más probable que los inversionistas potenciales evalúen la empresa objetivo y presenten sus ofertas si ven que los gobiernos huéspedes están firmemente comprometidos con el proceso de privatización y que tienen el apoyo de facilitadores calificados que merecen su confianza.

La participación de compradores y prestamistas extranjeros calificados depende menos de factores políticos y más de las condiciones económicas y particulares de la empresa objetivo. La posibilidad de un crecimiento económico sostenido, acompañada de condiciones macroeconómicas estables alientan a los inversionistas tanto locales como extranjeros a asumir riesgos de capital en un país determinado. Asimismo, la existencia de EEs viables en industrias atractivas aumentan las posibilidades de participación tanto de inversionistas como de prestamistas. Los factores facilitadores tales como la eficiencia de los mercados financieros nacionales y la existencia de marcos adecuados de regulación también influyen en el interés que puedan mostrar los compradores potenciales y en la posibilidad de que haya compradores potenciales que presenten ofertas viables. Hay facilitadores como, por ejemplo, los asesores financieros, que participan en el proceso si consideran que su participación puede aumentar el valor de la transacción y que van a ser recompensados adecuadamente.

Los gobiernos a veces emprenden procesos de privatización con el fin de controlar la inflación al reducir el déficit del sector público o para cancelar la deuda externa a través de conversiones de deuda por activos. En otras ocasiones están más motivados por factores políticos, incluyendo el deseo de demostrar que están a favor de la libre empresa y del capitalismo privado. Los gobiernos también pueden emprender un proceso de privatización cuando están convencidos de que los inversionistas del sector privado están mejor capacitados para producir bienes y servicios. Finalmente, los países no miembros de la OECD han iniciado algunos procesos de privatización como parte de reformas económicas o estrategias de reducción de deuda, con frecuencia exigidas por los países de la OECD o

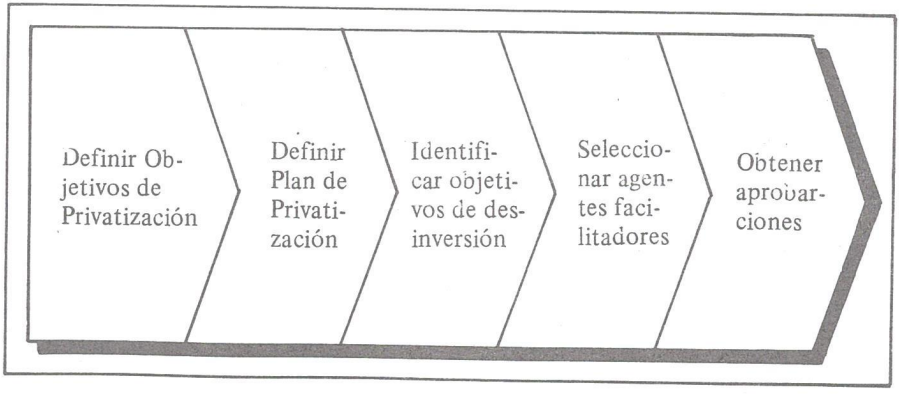

Vendedores Comprometidos
Preparación Adecuada
Procesos Transparentes y Eficientes
Compradores y Prestamistas Adecuados
Facilitadores

por los organismos multinacionales. Unos pocos países no miembros de la OECD han adelantado planes muy completos de privatización donde están muy claros los objetivos perseguidos, los métodos de privatización a ser utilizados, las EEs programadas y el orden en el cual se venderá cada EE. Otros países no miembros de la OECD adoptan estrategias de privatización más **ad-hoc.** Cualquiera que sea el motivo del gobierno, el nivel de compromiso con la privatización y las oportunidades de éxito serán mucho mayores si hay una adecuada planificación. El flujograma de la Ilustración 2 indica los pasos claves que debe tomar el vendedor para planear adecuadamente un proceso de privatización.

COMO PREPARARSE PARA LA PRIVATIZACION

Una vez obtenida la orden de algún estamento alto del gobierno, en el sentido de proceder con la privatización de EEs, la segunda condición necesaria para el éxito del proceso es que el vendedor y sus asesores se preparen adecuadamente para el proceso formal de la privatización.

Ilustración 2 Pasos claves de la Planificación.



Muchas EEs requieren una restructuración integral para que cualquier comprador privado este dispuesto a hacer una oferta viable. Aunque la tendencia es que los gobiernos anfitriones demoren o eviten las medidas de restructuración, debido a que el costo político puede resultar sumamente alto, no es realista esperar que

los inversionistas privados asuman todos estos retos y además acepten pagar un precio atractivo.

En ocasiones ha habido vendedores que han tratado de disponer de las EEs sin antes restructurarlas. En esos casos, los compradores adecuados o se han abstenido de licitar o han enviado cartas de intención en términos que no han sido aceptables para el vendedor. En ese momento, el vendedor se ve obligado a emprender la restructuración, suspendiendo o entorpeciendo el proceso de privatización, lo cual no sólo representa una costosa decisión para todas las partes interesadas sino que puede llevar al fracaso el intento de privatización.

Es posible también que el vendedor se vea obligado a celebrar una transacción poco atractiva con un comprador oportunista que muy probablemente no satisface los criterios de selección establecidos. Por ejemplo, el primer intento del gobierno mexicano de privatizar a Minera Cananea en 1988 fracasó porque el precio mínimo de US$ 400 millones superaba los rendimientos económicos y la capacidad de endeudamiento de la compañía. Los costos de producción de Cananea eran dos veces más altos que los de Corrida Mine, de propiedad de la Mexicana de Cobre, que también estaba privatizándose. A pesar del fracaso inicial, Cananea una vez restructurada, finalmente se vendió en 1990 por un valor de US$ 475 millones.

Aún si la EE es un negocio viable o si ha sido debidamente restructurada, se requieren varios pasos antes de iniciar el proceso formal de venta. Dichos pasos incluyen la evaluación de la situación financiera, competitiva y legal de la empresa en cuestión; la preparación de un análisis de su avalúo; la identificación de los compradores potenciales; la selección del método adecuado para la privatización y el proceso de venta; y la preparación del material de venta. Estos casos son característicos de los mandatos de venta pero su cumplimiento para una EE de envergadura en un país no miembro de la OECD puede ser todo un reto; la información financiera puede no ser adecuada, la empresa puede estar altamente subsidiada o incluso ser un monopolio, y su situación legal

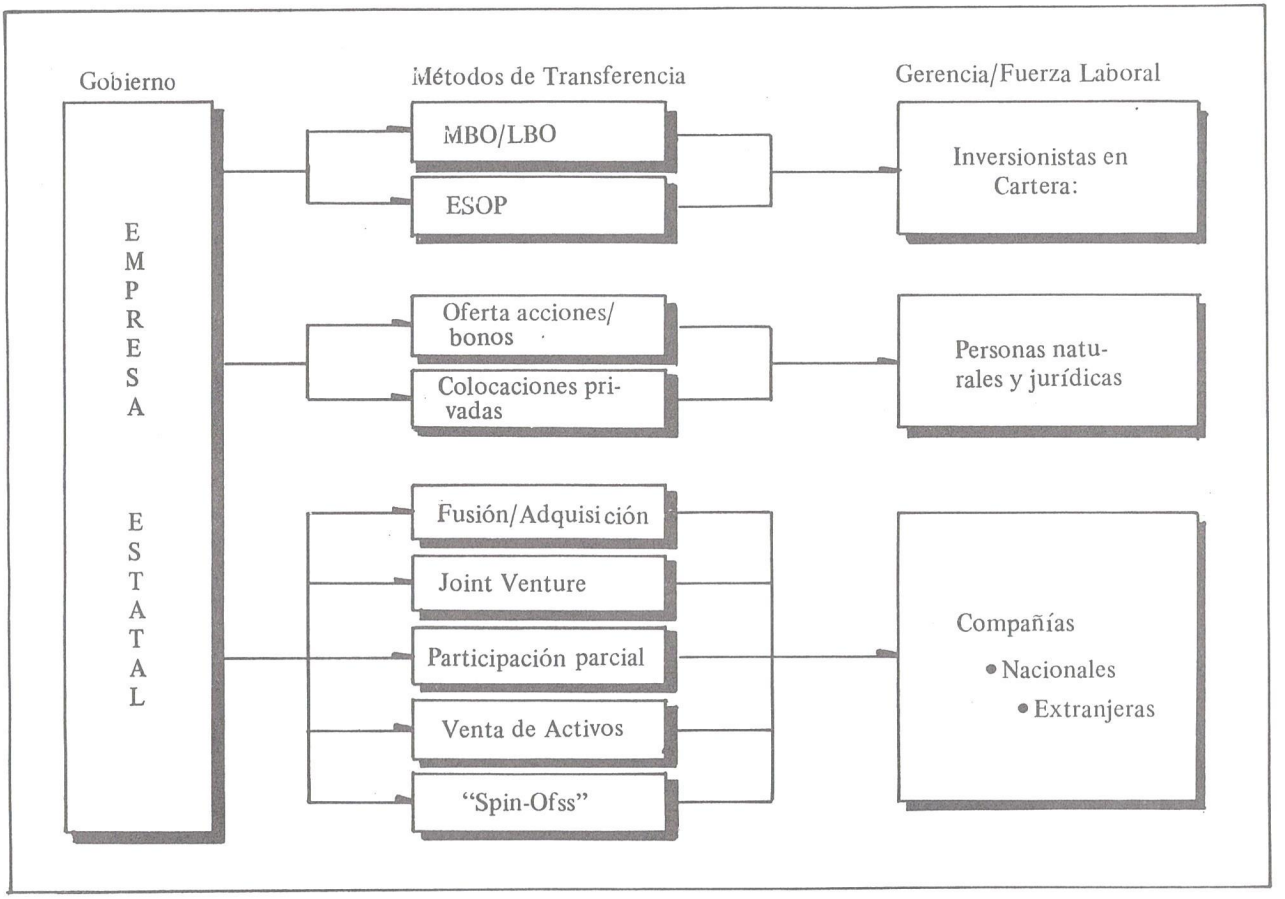
como EE puede variar sustancialmente con respecto a cualquier otra compañía del sector privado.

Igualmente complejo es hacer un avalúo de la EE que se propone someter a un proceso de privatización. Esto requiere un conocimiento profundo de las técnicas de avalúos, tales como la preparación de proyecciones financieras en medios de alta inflación, la evaluación de tasas adecuadas de descuento, y la determinación del impacto de la volátil legislación sobre la inversión extranjera, los aspectos tributarios y el control de cambios. Además, tratar de convencer al vendedor del sector público sobre cuál es el rango de valorización justo puede convertirse con frecuencia en una tarea imposible, puesto que en la mayoría de los casos hay una diferencia significativa entre el valor en libros o de reposición y el valor económico de la empresa.

Una vez que la empresa está lista para ser privatizada el gobierno puede seleccionar entre varios métodos de privatización existentes, dependiendo de si quiere ceder el control y la propiedad de la empresa inmediatamente o si quiere que el traslado sea gradual. La Ilustración 3 indica las alternativas disponibles para el traslado parcial y total de los derechos de propiedad sobre la empresa.

Hay métodos alternativos de privatización que se pueden aplicar si se toma la decisión de mantener los derechos de propiedad y aumentar gradualmente la participación de los inversionistas privados en una compañía o industria determinada. Estos métodos van desde la "privatización progresiva", donde el inversionista privado adquiere gradualmente mayor participación en el capital de la EE, hasta los certificados de participación, donde los inversionistas comparten los ingresos o las utilidades, e incluyen contratos de Leasing o de arrendamiento según los cuales la EE se coloca en manos de operadores privados por determinados períodos de tiempo.

El método de privatización más aplicable depende también de los objetivos económicos y políticos del vendedor, el tipo de comprador que se busca, la capacidad de los mercados financieros nacionales, y el nivel de acceso a los mercados internacionales de capital. Además es necesario tener en cuenta otros factores, incluyendo la situación financiera y operativa de la compañía que se pretende privatizar, la nacionalidad de los posibles compradores, y


Gobierno
Métodos de Transferencia
Gerencia/Fuerza Laboral
EMPRESA ESTATAL
MBO/LBO
ESOP
Inversionistas en Cartera:
Oferta acciones/ bonos
Colocaciones privadas
Personas naturales y jurídicas
Fusión/Adquisición
Joint Venture
Participación parcial
Venta de Activos
"Spin-Ofss"
Compañías
• Nacionales
• Extranjeras

la capacidad del sector privado local. En algunos casos, los gobiernos han vendido las entidades legales mientras que en otros, se han trasladado los activos y se ha procedido a liquidar el ente jurídico. En México, la mayoría de las grandes privatizaciones han tomado la forma de colocaciones privadas en empresas conjuntas cuidadosamente seleccionadas e integradas por inversionistas locales y extranjeros. Mientras que en Chile muchas privatizaciones se llevaron a cabo bajo la figura de "capitalismo popular" o "capitalismo laboral".

Tan importante como el método de privatización utilizado para trasladar la propiedad legal es el tipo de proceso de venta que implanta un gobierno. La subasta pública, la venta en bolsa, la colocación privada y la negociación exclusiva han sido todas utilizadas, con y sin éxito y, de nuevo, la mejor alternativa está en función de varios factores. La selección de una de estas alternativas tiene importantes repercusiones políticas, jurídicas y tributarias para vendedores y compradores por igual.

Cada EE es única y requiere una estrategia de privatización diseñada a la medida. La estrategia debe tener en cuenta los objetivos del vendedor, las características y la situación de cada EE, y las realidades del mercado (cantidad de compradores potenciales, precio, condiciones de pago, etc.). Los vendedores deben ser flexibles en el uso de métodos y de procedimientos de venta puesto que el resultado final de un proceso de privatización difiere sustancialmente de las expectativas iniciales.

PROCESOS DE PRIVATIZACION EFICIENTES Y TRANSPARENTES

El tercer componente necesario para el éxito de las grandes privatizaciones es la implantación de procesos eficientes y transparentes. Esto implica establecer y comunicar claramente a los compradores potenciales los parámetros de licitación y los criterios de selección, crear una imagen positiva de la empresa en cuestión, entablar contacto con los posibles inversionistas y coordinar el proceso de manera que se asegure que todas las partes actúen con la debida diligencia. A los vendedores y a sus asesores puede solicitárseles que asuman tareas adicionales como, por ejemplo,

contactar a los posibles prestamistas para así hacer de antemano los arreglos de financiación, idear planes en caso de que las licitaciones no resulten adecuadas, e instruir a los compradores sobre diferentes estructuras de adquisición tales como la conversión de deuda por activos. A través del proceso de implantación, la relación entre vendedores, compradores y agentes facilitadores es muy amplia y su naturaleza puede determinar la eficiencia y la transparencia del proceso de privatización.

RELACION ENTRE GOBIERNOS HUESPEDES E INVERSIONISTAS POTENCIALES

Vendedores y compradores por lo general inician una serie de contactos informales antes de comenzar el proceso formal de privatización, con el fin de determinar de antemano objetivos, expectativas y alternativas. Estos contactos informales son especialmente delicados pues pueden eventualmente dar la impresión de que el vendedor del sector público está a favor de uno o varios compradores. Dado lo delicado de la situación, toda consulta o indicación sobre el interés de los posibles compradores debe referirse al grupo encargado de adelantar el proceso de venta y debe ser manejada, de preferencia, por el asesor financiero a cargo de la venta.

Los procesos de centralización y supervisión de los contactos y de la información no son fáciles en países no miembros de la OECD, puesto que pueden llegar a involucrar a muchos funcionarios públicos de alto nivel, incluyendo al Jefe de Estado. A diferencia de lo que ocurre en las naciones desarrolladas, el significado de lo que es confidencial puede variar, la legislación sobre los instrumentos monetarios puede ser más amplia y es más fuerte el deseo de informar a la prensa con el fin de obtener mayor respaldo político. Por ejemplo, el hecho de que la prensa cubra un proceso determinado de privatización puede llegar a influir directamente en los resultados de la transacción. En muchos países no miembros de la OECD, los canales noticiosos son de propiedad de partidos políticos de corrientes opuestas entre sí, y el cubrimiento de procesos de privatización puede ser utilizado en ocasiones con el fin de obstaculizar la venta en cuestión.

Una vez comienza formalmente el proceso de venta, cambia la naturaleza de la relación entre los involucrados, y puede generar más o menos polémica, pero siempre es intensa. Otros factores que pueden contribuir a que esta interacción sea más confiable y más constructiva son:

- Que las personas encargadas de la toma de decisiones por parte tanto del vendedor como del comprador estén investidas de la autoridad necesaria.

-Que la información se mantenga como estrictamente confidencial.

-Que las relaciones públicas y con la prensa se manejen con eficiencia.

Hay dos características de la actitud que los funcionarios públicos adoptan con frecuencia durante la mayoría de los procesos de privatización, que son especialmente preocupantes para los posibles inversionistas del sector privado y para sus asesores. Los funcionarios parecen por lo general estar más preocupados con el proceso en sí que con los resultados, haciendo que el proceso de privatización se prolongue más de lo esperado. Además parecen necesitar continuamente segundas opiniones y respaldo oficial del gobierno en el momento de tomar decisiones críticas. Su ritmo cauteloso surge como respuesta a la necesidad que sienten de protegerse de acusaciones e investigaciones y contribuye al lento proceso burocrático de aprobación que rige la mayoría de las entidades del sector público.

La participación de asesores financieros con experiencia puede garantizar que se cumplan las metas establecidas. Además los asesores financieros pueden actuar con mediadores entre el vendedor y los posibles compradores, pueden ayudar a crear puentes cuando las partes están demasiado distanciadas y pueden también ofrecer el apoyo objetivo que requiere un funcionario público para tomar oportunamente sus decisiones más críticas y más controvertidas.

RELACION ENTRE LOS VENDEDORES DEL SECTOR PUBLICO Y LOS ASESORES FINANCIEROS

Con algunas excepciones, los países no miembros de la OECD se han abstenido en el pasado de utilizar los servicios de asesores financieros. Asimismo, hasta hace poco, consultores financieros prominentes, bancos de inversión y firmas contables demostraban interés en procesos de privatización por fuera de la OECD. La reciente reducción de la actividad en el campo de "Fusiones y Adquisiciones"[3] en los países de la OECD, sin embargo, le ha dado nuevo impulso al interés de estas entidades por los procesos de privatización que se adelantan en otras partes del mundo. Los países no miembros de la OECD tienen ahora más asesores disponibles y pueden negociar más efectivamente los términos de su contratación. También se ven enfrentados al riesgo de contratar un asesor que está debidamente calificado y preparado para manejar transacciones de Fusión y Adquisición de empresas en los países desarrollados, pero a quienes se les puede dificultar un proceso de privatización en un país no miembro de la OECD.

Debido en parte a la falta de contactos anteriores, la relación entre el vendedor y su asesor financiero no siempre resulta fácil. Pueden surgir conflictos en relación con los términos legales del contrato mediante el cual se comprometen los servicios del asesor, tales como estructuras de compensación, gastos varios, metodologías de avalúos, procesos de toma de decisiones, y programación. Los frecuentes cambios de personal en los ministerios y en las empresas de propiedad del Estado, por lo general en épocas críticas para el proceso de privatización, obstaculizan el desarrollo de la confianza que debe haber entre el cliente y su asesor.

Algunas condiciones adicionales que pueden mejorar significativamente la relación entre el vendedor del sector público y su asesor son:

-Identificación del verdadero "cliente" del sector público.

-Que el contrato para la prestación de servicios del asesor se acepte y se apruebe antes de comenzar el proceso.

3. Identificado en inglés por la sigla MCA: Merger and acquisition. (Nota de la Editora).

-Coordinación con los organismos multilaterales que respaldan el proceso de privatización.

-No comenzar el proceso de venta mientras la compañía y los activos no estén listos para la venta.

-Manejar cuidadosamente las expectativas del vendedor con respecto al valor de la empresa en cuestión y al nivel de interés de los inversionistas.

- Desarrollo de una estrategia de relaciones públicas.

- Manejar con prudencia el flujo de información a nivel del gobierno huésped.

APLICACIONES E IMPLICACIONES PARA LA INFORMACION DEL PROYECTO

Normalmente, tanto los inversionistas como los prestamistas analizan una entidad económica independiente cuyo flujo de caja debe ser suficiente para servir su deuda y generar una tasa de retorno adecuada sobre su capital. Inversionistas y prestamistas analizan un proceso de privatización en forma similar: no se espera que entidades que rara vez tuvieron que ser económicamente autosuficientes sean viables en forma independiente en cuyo caso los posibles compradores muy seguramente insistirán en obtener financiación para cubrir el riesgo del proyecto y los rendimientos sobre el patrimonio, libres de subsidios. Si no todos, la mayoría de los proyectos de privatización completados en América Latina durante los últimos años han utilizado técnicas de financiación de riesgos del proyecto para estructurar y garantizar la financiación de la deuda y del capital, o para llevar a cabo conversaciones de deuda por capital.

Las técnicas de financiación de proyectos aplicadas al proceso de privatización han contribuido significativamente al desarrollo de mercados financieros locales. Tanto los gobiernos anfitriones como los inversionistas domésticos han identificado rápidamente nuevos proyectos y ampliaciones donde cabe aplicar técnicas de financiación de proyectos lo cual ha resultado con frecuencia en un mayor volumen de actividades para las firmas internacionales que han participado en la financiación de procesos de privatización.

Además, las compañías recién privatizadas necesitan por lo general encontrar medios para financiar procesos sustanciales de restructuración y modernización. En estos casos aumenta aún más la aplicabilidad de las técnicas de financiación de proyectos.

Sin embargo, la privatización, por su misma naturaleza, requiere mucho más que la simple aplicación de técnicas de financiación de proyectos. Las habilidades requeridas para el campo de Fusiones y Adquisiciones tales como avalúo, restructuración social e ingeniería de negociación son críticas, como también lo son la experiencia en mercados de capital y las técnicas de colocación, comercialización y financiación. El conocimiento del mercado y el acceso a los inversionistas y prestamistas extranjeros y locales desempeñan también un papel de vital importancia en la estructuración y en el cierre de una transacción.

TENDENCIAS RECIENTES Y PERSPECTIVAS DE LA PRIVATIZACION EN PAISES NO MIEMBROS DE LA OECD

A pesar de la gran cantidad de privatizaciones que se están llevando a cabo, el valor nominal de la mayoría de las privatizaciones en los países no miembros de la OECD ha sido reducido y no ha representado una proporción importante del PNB. La Ilustración 4, preparada con la colaboración de Privatisation International, la publicación londinense sobre privatización, enumera las privatizaciones de más de US$ 100 millones que se han llevado a cabo en países no miembros de la OECD.

A pesar de los tímidos resultados obtenidos hasta la fecha, las perspectivas de la privatización en países no miembros de la OECD para los próximos cinco años son prometedores. Los países que tienen amplia participación del sector público en la economía están o bien iniciando o bien intensificando sus esfuerzos en el campo de la privatización. Entre ellos se cuentan Brasil, Argentina, Venezuela, Colombia, Filipinas, Malasia, Tailandia, Indonesia, Turquía, Polonia, Checoslovaquia, Hungría, Europa Oriental y la Unión Soviética, cuyos sectores públicos controlan más del 80% del PNB y tienen una urgente necesidad de reforma económica, y por lo tanto

Ilustración 4 - Transacciones de Privatización en Países no Miembros de la OECD, de valor superior a los US$100 millones (1988-90)

País	Compañía	Fecha	Valor (US$mm)	Proceso de Venta	Industria
Argentina	ENTEL	11/90	1.257	Licitación Privada	Telecomunicaciones
Brasil	Aracruz	05/88	130	Subasta Pública	Pulpa y papel
Chile	Compañía de Teléfonos	01/88	170	Licitación privada	Telecomunicaciones
Colombia	Papelcol	08/90	100	Licitación privada	Pulpa y papel
Hungría	Tungsram	05/89	110	Licitación Privada	Equipo eléctrico
Malasia	Syarikat Telekom Malaysia	10/90	871	Venta pública	Telecomunicaciones
México	Mexicana de Cobre	10/88	1.360	Licitación privada	Minería
	Nikko Hotel	10/88	110	Licitación privada	Hotel
	Aerovías de México	11/88	339	Licitación privada	Aerolínea
	Tereftalatos Mexicanos	11/88	106	Licitación privada	Química
	Mexicana de Aviación	06/89	140	Licitación privada	Aerolínea
	Cananea	09/90	475	Licitación privada	Minería
	Telmex	12/90	1.760	Licitación privada	Telecomunicaciones
Filipinas	Nonoc	10/90	325	Licitación privada	Minería
Suráfrica	Alusaf	07/89	100	Licitación privada	
	Iscor	10/89	1.300	Venta pública	
Corea del Sur	Korea Electric Power	06/89	2.100	Venta pública	Energía
Taiwán	China Steel	04/89	285	Venta pública	Acero
Turquía	Petkim	06/90	125	Venta pública	Petroquímica

Fuente: Privatisation International, Londres.

constituyen una importante fuente de privatizaciones voluminosas.

Una forma de cuantificar el potencial de privatización en un país no miembro de la OECD es determinar la participación de las EEs en los ingresos totales de las 50 compañías más grandes del país. Nuestros cálculos para algunos países latinoamericanos que han emprendido ya programas de privatización indican que por lo menos un 30% del total de ingresos por ventas provenientes de grandes compañías es atribuible a las EEs. La Ilustración 5 no incluye los cientos de medianas y pequeñas empresas del sector público que están en la mira de los esfuerzos de privatización.

En Chile y México la participación de las EEs en las ventas totales de las compañías grandes es mucho más baja, pues éstos son los únicos países que han realizado programas de privatización a gran escala. Con base en su ejemplo, es posible que Brasil, Venezuela, Argentina y Colombia continúen privatizando grandes EEs hasta que la participación de estas últimas esté en línea con

Ilustración 5 Ingresos de compañías a 31 de diciembre de 1989 (US$millones)

	Primeras 50*	EEs*	% de EEs en las primeras 50
Brasil	111.142	38.124	34%
Venezuela	19.495	6.566	34%
Argentina	39.542	11.514	29%
Colombia	9.981	2.244	22%
México	26.725	3.573	13%
Chile	11.909	780+	7%

* Excluídas las empresas petroleras del estado

\+ Excluídas la compañía de cobre del estado (Codelco)

las de Chile y México. La misma reducción de la participación de EEs en el PNB puede esperarse para Asia, Europa Oriental y el resto de los países en desarrollo.

La mayoría de las condiciones políticas y económicas de muchos países no miembros de la OECD debe conducir a una mayor cantidad de privatizaciones exitosas y eficientes durante el próximo decenio. La tendencia hacia los gobiernos democráticos, el fracaso de las economías de planeación central (comunistas) y el aumento del respaldo público a las reformas económicas implican un clima político más favorable para los procesos de privatización. Más aún, los países miembros de la OECD y los organismos multilaterales están siguiendo de cerca los procesos de privatización y están otorgando respaldo político y financiero para los mismos. Por ejemplo el Banco Mundial está participando directamente en más de 15 programas de privatización y está dando respaldo financiero para la privatización de muchos otros.

Además de los planes existentes para la privatización de grandes EEs, varios países no miembros de la OECD han comenzado hace poco a ofrecer al sector privado proyectos de infraestructura pública tales como autopistas y puentes, puertos, el servicio público de la energía y vías férreas. Dada la modernización que requiere la infraestructura de los países no miembros de la OECD y la naturaleza de capital intensivo de estos servicios, esta tendencia representará una fuente muy importante de oportunidades de inversión para el sector privado. Muchas de las técnicas aplicables a los

Esta es una oportunidad que no se puede dejar pasar, tenemos muy pocas compañías del sector público que atraigan en realidad y que hagan que los hombres de negocios internacionales tomen el "riesgo" de venir y de hacer operaciones aquí. Estos son objetivos que se pueden compaginar los unos con los otros.

El proceso de privatización también puede ser utilizado para estimular el mercado de capitales. La existencia de un mercado de capitales dinámico y activo es requisito para que cualquier país pueda tener éxito en un proceso de internacionalización como en el que está envuelto Colombia. Cada día más los mercados globales requieren de unas escalas y montos de capital grandes que hay que conseguir en los mercados públicos. El bolsillo de los inversionistas por amolio que sea tiene un fondo, mientras que el mercado público no lo tiene. Además, cuando vamos al mercado público, la aversión al riesgo de las compañías disminuye, porque parte de la exposición la hace el mercado público: éste es uno de los requisitos necesarios hoy en día para poder acceder con éxito a los cada vez más globales mercados internacionales.

Con respecto al papel que juega el banquero de inversión, hay algunos que mencionó Luis y que yo quisiera enfatizar. Uno de ellos es que el banquero de inversión debe servir como una especie de abogado del diablo del sector público. Lo común es que el banquero de inversión llegue donde el funcionario estatal y lo remitan a la gerencia o administración de la compañía que se piensa privatizar le entreguen una serie de informes financieros y le digan venda esto. La principal labor allí es entrar a hacer preguntas, entrar a limpiar, tomarse el trabajo de mirar cómo optimizar el proceso. Normalmente la función del banquero de inversión es preguntar: "¿Por qué vende esta actividad junto con esta otra? ¿Por qué no las separa? ¿Por qué no estima usted este activo? ¿Por qué no busca que alguien asuma esta deuda?", cosas de este estilo, creativas, que la administración de una entidad que está siendo privatizada suele evitar. Otra función importante que cumple el banquero de inversión es, si ustedes me disculpan el uso de la expresión, servir de fusible en una negociación, el banquero de inversión puede tomar posiciones que el Estado no puede tomar. El banquero de inversión puede en la mesa de negociación halar la pita suficiente y romperla, mientras que el vendedor del sector público no lo puede hacer. Ese

efecto de fusible en muchos casos hace la diferencia entre tener éxito o no tenerlo y paga con creces los honorarios que cobran los banqueros de inversión que son reputados como muy altos. Otro punto muy importante, que en Colombia muchas veces se subestima, es la necesidad de que en el proceso el banquero de inversión sea exclusivo. Es muy común que las personas digan: "yo lo contrato a usted para buscar nuevos clientes, pero este cliente que es el comprador natural o éste que tiene ciertas características, lo manejo yo". No hay nada más nocivo para el proceso que esa situación. Ningún banquero de inversión serio debe aceptarla. Se pierde completamente el espíritu de competencia y la transparencia de la operación.

SESION DE CLAUSURA

*Jesús Villamizar**

1. INTRODUCCION

En nombre de la Junta Directiva de la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia debo agradecer sinceramente la presencia de las autoridades gubernamentales, de los expositores y, por supuesto, de toda esta nutrida concurrencia que ha permitido lograr los cometidos que nos hemos trazado para el simposio.

Quiero en esta breve intervención, revisar con ustedes algunos de los temas ya tratados por los magníficos expositores que en estos tres días de simposio han hecho sus presentaciones. Es importante tener absoluta claridad sobre la visión del papel que ha desempeñado el sistema financiero frente a la internacionalización de la economía, resaltando la dinámica que ha observado y los retos que nos depara el futuro.

Así, debo iniciar subrayando que debido al reducido tamaño del sector, su atomización y a una serie de elementos de represión financiera, el mercado de capitales duró largo tiempo sumido en una etapa de desarrollo dedicado a transacciones de papeles de renta fija, máxime si se considera que estaba desestimulada la inversión de capital, bien fuera por excesiva concentración de

* Presidente del Banco Ganadero, Presidente Junta Directiva de la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia

la propiedad, bien por **las ventajas de endeudamiento frente a la emisión de acciones** o bien por **efectos de la doble tributación.**

De igual forma, ante evidentes muestras de estancamiento de los diferentes sectores económicos por agotamiento de los modelos productivos adoptados, desde principios de 1990 dio inicio el programa de modernización de la economía colombiana con el fin de propiciar un cambio radical en todos los frentes de las actividades productivas y de servicios.

En el ambiente de crecimiento económico que se quería inducir con el programa, primaban estímulos a la producción originados en favorables condiciones relacionadas con los precios mediante la **desgravación arancelaria**, libres de las distorsiones de un mercado con altas restricciones administrativas y con aquellas asociadas con la facilidad de adquisición de materias primas y bienes de capital. Como necesaria consecuencia, de manera simultánea se promovieron las exportaciones, especialmente las menores y se impulsaron reformas de fondo de corte legal y procedimental.

En el aspecto legal y normativo, con el propósito de racionalizar costos, remover trabas y agilizar operaciones, otorgar estímulos y ofrecer abundantes frentes de financiamiento se procedió a la adopción de un **nuevo Estatuto Cambiario y de Comercio Exterior,** cual modificó y ajustó a las nuevas corrientes el tan conocido Decreto Ley 444/67. Posteriormente fue ampliado este régimen, autorizando dos mercados de divisas, donde los intermediarios financieros asumirían un papel protagónico en la fijación del precio de las divisas.

Igualmente, fructificó una **reforma laboral** que, además de reducir el componente de costo, propende por la redistribución del ingreso, mayor movilidad de los trabajadores, creación de nuevos empleos y calificación de la mano de obra. Así mismo, en el **campo fiscal** se procedió a la reforma de la estructura impositiva haciéndola depender más de fuentes internas, incentivando la capitalización empresarial y fomentando en general la inversión nacional y extranjera, argumentos válidos no obstante ser ajustado el régimen tributario en el presente año y cuyos efectos se sentirán a partir de 1993.

La internacionalización de la economía, dadas las estrechas interrelaciones del sector real con el financiero, exigía del sistema modificación y actualización de sus patrones de operación y su fortalecimiento patrimonial, con el fin de lograr una correcta asignación del ahorro doméstico a los proyectos más viables y rentables y de afrontar con suficiencia la competencia doméstica y del resto del mundo. En esta dirección, se procedió a **una reforma financiera,** buscando las economías de escala, la solidez institucional y la depuración del mercado financiero.

2. MERCADO FINANCIERO

Al amparo de la Ley 45 de 1990 y del Estatuto Cambiario, se inició la desregularización y liberación de la actividad financiera y, por vía de consecuencia, a la introducción de innovaciones financieras que activan el desarrollo del mercado de capitales.

Como paso previo, se procedió a la eliminación de una serie de barreras que entorpecían la eficiente labor de intermediación, especialmente en el campo de la publicidad, algunas inversiones forzosas y los niveles de encaje.

Así mismo, se implanta una relación de solvencia medida por el riesgo diferencial de los activos y tamaño patrimonial y se dispone la despiramidación de capital.

Por consiguiente, con las reformas de los regímenes financiero y cambiario, se promueve la libertad de entrada y salida de entidades en el mercado, la movilización dentro del mismo, mediante procesos como la fusión, adquisición y conversión, desaparecen los obstáculos para la inversión extranjera, la cual puede llegar hasta el 100% del capital social. Igualmente se precisa el régimen de inversiones de capital, se da vía libre al ofrecimiento de innovaciones financieras, se reduce la especialización y segmentación de las operaciones activas al eliminar restricciones en plazos y actividades financiables, dando paso a la **Banca Múltiple, en contraposición con la Banca Especializada.**

Recogida en un solo cuerpo la dispersa legislación financiera, el panorama sectorial se va aclarando. La competencia a todos los niveles de actividad, constituye la pieza clave que garantiza la libre concurrencia y transparencia de las fuerzas del mercado dentro del

propósito de propiciar un crecimiento económico acelerado y sostenido y el mejoramiento de la eficiencia operacional de las entidades.

En este punto, partimos de la base de que junto con el proceso de apertura, el equilibrio macroeconómico y el desarrollo del mercado de capitales, se cuenta con un alto grado de solidez del sistema financiero colombiano.

De allí que el Estado inicia un proceso de privatización de entidades nacionalizadas u oficializadas, posible por la recuperación de tales instituciones en los últimos años, tanto en su calidad de cartera como en utilidades. Los bancos de los Trabajadores, hoy Mercantil, Tequendama, Comercio, las Corporaciones Financieras Popular y del Transporte pasan a manos de los particulares. También entran en este proceso entidades con presencia oficial en su capital, como el Banco Ganadero y el Cafetero, el uno totalmente privatizado y el otro en vías de oferta pública. En el corto plazo se prevé la privatización de los Bancos del Estado y Colombia.

En este plano la Caja Social, Uconal y Financiacop se convierten en bancos, el Banco Comercial Antioqueño se fusiona con el Santander y el Banco de Bogotá, después de la adquisición de un importante paquete de acciones, ultima los trámites de fusión con el Comercio. Diners, autorizada la conversión, pasará en corto tiempo a tener las prerrogativas de cualquier ente bancario. El número de Sociedades Fiduciarias aumenta significativamente, se han creado nuevas Corporaciones Financieras y Compañías de Financiamiento Comercial.

Igualmente, se han creado un buen número de corredores de bolsa, administradoras de pensiones y cesantías y sociedades de servicios financieros.

En todas estas operaciones y extensivo a todas las entidades del sistema, se advierte una creciente vinculación de capitales de origen extranjero que estimula aún más la competitividad. Es de mencionar que el Banco Latino y el de Venezuela próximamente iniciarán operaciones en el país. No obstante, como reciprocidad, los países vecinos, después de flexibilizar su legislación bancaria, también deben ofrecer las garantías necesarias para abrir filiales,

establecer sucursales o acoger inversiones de capital de los intermediarios colombianos, como en efecto ocurre con Venezuela y como se espera que suceda con Ecuador, en primera instancia.

Esta enumeración de hechos, basados en la posibilidad jurídica creada por el gobierno, son una clara demostración de que el sector financiero colombiano ha acogido con decisión firme el proceso de apertura económica e internacionalización económica y se está preparando para enfrentar los retos que le depara el futuro.

2.1. Medidas complementarias a las reformas

El manejo económico, en particular la política monetaria que tiene como propósito fundamental garantizar un volumen de liquidez compatible con las metas de crecimiento económico y de estabilidad de precios, ha penalizado al sistema directamente mediante la elevación de los niveles de encaje de las exigibilidades sin costo, de la intervención administrativa de la tasa de colocación, del aumento de la posición propia que en algunos casos sobrepasa el capital pagado de las entidades y atenta contra la ortodoxia financiera, dejando el resultado de las instituciones al vaiven cambiario de nuestra moneda, y de la retención en la transacción de divisas, e indirectamente con el manejo del tipo de cambio oficial y con la masificación de las operaciones de mercado abierto que han presionado la brusca variación de las tasas de interés. Por lo tanto, con frecuencia recurrente se auspicia la desintermediación financiera con el consecuente florecimiento de un peligroso mercado paralelo contraproducente tanto para el manejo o por parte de las autoridades, como para el sistema financiero y el público en general.

En contraste, como condición para mantener un sistema sólido y fortalecido con el fin de enfrentar los retos de la competencia interna y externa, se dispuso como norma general la presentación de los estados financieros ajustados por la tasa de inflación con el fin de disponer de información real, que en principio afectará notablemente los resultados de cada entidad en diferente proporción.

Por otra parte, la recién aprobada reforma tributaria también afectará las utilidades; amén de los mayores gravámenes, se contempla la ampliación de la base gravable y la unificación del IVA para los servicios financieros, que antes estaban exentos.

Todas estas cargas fiscales, financieras y administrativas disminuyen sustancialmente los resultados versus los importantes capitales comprometidos en el patrimonio de las entidades financieras.

2.2. Mercado de capitales

Eliminada la doble tributación, se removió uno de los mayores obstáculos para el fortalecimiento patrimonial de la sociedad anónima por intermedio de la emisión de acciones. A pesar de que persisten algunas imperfecciones en el mercado accionario, tales como la cerrada concentración de propiedad y la reducida inscripción de empresas, el mismo se ha desarrollado y se nutre con instrumentos como la colocación de acciones preferenciales que mantienen incólume la propiedad patrimonial.

Ahora bien, la reforma laboral dispuso el traslado de las cesantías de los trabajadores a sociedades administradoras, las cuales movilizan apreciables cantidades de recursos y, por tanto, están en disposición de participar activamente en las diversas transacciones del mercado de capitales. Con la reforma del sistema de seguridad social, se plantea la posibilidad de reforzar la labor de estas sociedades y de otros agentes, al permitir el manejo de pensiones de trabajadores en edad activa, logrando de esta manera la reactivación y ampliación de la cobertura de las operaciones del mercado.

Las necesidades de liquidez de los diferentes agentes económicos son atendidas mediante las operaciones de descuento de títulos de deuda, titularización, mercados secundarios de hipotecas, la securitización y operaciones carrusel recientemente reguladas para la transformación del mercado.

Como necesaria consecuencia de este activo mercado, se ha ido profundizando en la Banca de Inversión, respuesta clara del sistema financiero a las necesidades del sector real.

La aparición de un Depósito Central de Valores, que realiza operaciones de compensación y las preanunciadas Sociedades Evaluadoras de Riesgo que ofrecerán servicios de asesoría, consultoría y de calificación de riesgos, configurando un valioso soporte para la expansión del mercado de capitales. Debo aludir particularmente al proyecto DECEVAL, depósito centralizado en el que participan las intermediarias financieras y los agentes bursátiles, el cual aspiramos esté en funcionamiento lo antes posible.

De otra parte, cobra cada vez mayor importancia la colocación de bonos del Estado, expresados en moneda nacional o en moneda extranjera y de igual procedencia, como instrumento de conversión de deuda externa, de gran acogida y creciente participación en las ruedas de negociación.

La atracción y el encauzamiento del ahorro externo, con el fin de fortalecer la economía en su proceso de reinserción en los mercados internacionales, llevó a estimular el ingreso al país de fondos extranjeros. En menos de once (11) meses han llegado 33 fondos de capital foráneo, los cuales han invertido en acciones de sectores económicos claves más de 55 millones de dólares ($40.000 millones). Estos movimientos presionaron al alza el índice de la Bolsa de Bogotá que pasó de 412 puntos a 529 puntos entre Junio y Julio, con incremento cercano al 30% en menos de 60 días.

En términos de divisas, el flujo de capitales de riesgo puede parecer modesto. No obstante, se tiene autorización para invertir más de 1.000 millones de dólares, en un mercado reducido. Algunas cifras darán una idea meridiana del tamaño del mercado: los activos de las sociedades inscritas en la Bolsa de Bogotá apenas superan los 3.500 millones de dólares y el volumen de acciones transado en los ocho primeros meses de 1992 no excedían los 190 millones de dólares, razones por las cuales, para que la afluencia de recursos en monedas fuertes no se traduzcan en simples presiones especulativas de precios, es necesario acelerar algunas privatizaciones e incrementar la emisión de acciones y de bonos convertibles. La recientemente expedida Circular 024 de 1992 por parte de la Superintendencia de Valores clarifica aún más el panorama para los agentes que participan en este sector.

Así, en todas y cada una de las instancias del mercado de capitales aparece el sistema financiero, bien sea como actor o usuario, bien sea como su propulsor a través del financiamiento, de la participación en el capital o mediante la creación de sociedades estrechamente relacionadas con el mercado bursátil.

3. LOS PROCESOS DE INTEGRACION COMERCIAL Y FINANCIERA

En el marco del Grupo Andino, iniciado y avanzado el cronograma de desgravación y reducción arancelaria con Venezuela y Ecuador, adelantados los acuerdos preliminares de intercambio del Grupo de los Tres y visualizando la posibilidad de vincular a Chile, para el Sistema Financiero Colombiano aparecen excelentes oportunidades en torno al desarrollo de operaciones de comercio exterior, asimilación de experiencias y ampliación de las fronteras del mercado de servicios financieros.

El escenario que se brinda, sin embargo, lleva consigo un mayor grado de competencia. Al mismo tiempo que amplía su espectro de nuevos productos y servicios, debe reducir costos, mejorar tecnología, prestar servicios en forma ágil y eficiente y perfeccionar los criterios de evaluación y dispersión del riesgo.

En los procesos de integración es natural que se presenten tropiezos que deben ser superados sobre la marcha, ya sea por marcadas ventajas comparativas, grado de avance económico, restricciones legales, presiones gremiales y existencia de actividades subsidiadas y protegidas, entre otros factores. No obstante, la persistencia de tales factores conspiran para el logro de un desarrollo económico armónico de los países involucrados y para la libertad de entrada y salida del mercado de cualquier participante nacional o extranjero y para la libre movilidad de bienes, servicios y capitales, que en últimas es lo que persigue todo pacto comercial bilateral o multilateral.

Es por esto que, en el campo financiero, considerando que hasta ahora se está en una fase de ajuste, los países comprometidos en el proceso de integración comercial deben proceder a una revisión y adecuación de su legislación para acortar distancias y diferencias y así poder actuar en igualdad de condiciones, donde la regulación esté dada por las fuerzas del mercado.

Por consiguiente es necesario introducir reformas que permitan llegar a un fortalecimiento patrimonial y a la modernización de la estructura financiera a nivel interno y a la unificación de herramientas de política monetaria, cambiaria, crediticia y fiscal a nivel regional.

4. PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO Y DEL MERCADO DE CAPITALES

Con los bloques de integración, además de ampliar las fronteras del mercado, se busca fortalecer las economías regionales preparándolas para negociar sin excesivas desventajas con los mercados de países mucho más desarrollados.

A nivel doméstico, la profundización del proceso de apertura exigirá oportunidad y rapidez en las operaciones de comercio exterior, campo en el cual el sistema financiero deberá actuar con propiedad y suficiencia para atender la creciente demanda de financiación, asesoría e información.

Por su parte, el sistema ampliará su radio de acción con el manejo de las pensiones, lo que de suyo acarreará una activa participación en el mercado de capitales, motor en este proceso de internacionalización de la economía.

Dentro del espíritu de desregularización financiera, se espera soslayar el radio de acción de las operaciones pasivas especializadas, haciéndolas extensivas a otras instituciones financieras, sobre todo en la movilización del ahorro a la vista y en la compraventa de divisas.

Asimismo, es previsible esperar nuevas fusiones, absorciones y conversiones de las entidades financieras, con el fin de lograr instituciones de tamaño sólido, preparadas para afrontar los retos de una economía abierta y con el propósito de llegar a una plena ocupación de la capacidad instalada, por lo que proseguirán las alianzas estratégicas para redimensionar la red de atención al cliente, compartiendo tecnologías, equipos y aún otorgando concesiones de productos y servicios. En forma paralela, surgirán sociedades de servicios técnicos y administrativos, como apoyo a la operación financiera; en este aspecto los avances en las telecomunicaciones y en los sistemas de información serán los pilares del servicio.

Por lo demás, se viene observando que las grandes empresas recurren al financiamiento directo, favoreciendo las operaciones del mercado secundario en detrimento de la intermediación financiera. Frente a este hecho, el sistema debe dar un viraje a la concepción de banca corporativa, centrándose más en el desarrollo y penetración de la banca personal o de consumo, mediante la oferta masiva de productos rentables de captación y de paquetes crediticios hipotecarios y de consumo, dirigidos a atender una franja del mercado compuesta por las pequeñas y medianas empresas comerciales, industriales y de servicio.

En este orden de ideas y en todo de acuerdo con el ministro de Hacienda que en la apertura de este simposio expresaba que " el protagonista no será el gobierno sino los agentes del mercado" debe continuarse con el proceso de desregulación del sector financiero, de apertura a la banca especializada a operaciones más integrales y eficientes, caso de las corporaciones de ahorro y vivienda, y de la eliminación definitiva de las limitaciones y cargas de toda índole, para lograr una reducción de costos y mayor eficiencia que nos permitan competir con igualdad de condiciones en el mundo que nos rodea.

Con una economía más abierta, el sistema debe estar en capacidad de atender la creciente demanda de nuevos y usuales servicios y productos financieros, por sí y por intermedio de sus filiales dentro del concepto de supermercado financiero. Entonces, la intermediación, la administración, la asesoría de inversiones y el manejo de riesgo y de información constituirán la base del ofrecimiento de un producto flexible e integral para cumplir con este cometido. Sin embargo, esto trae aparejada la necesidad de investigación de mercados, de intercambio de información y de continua adaptación a los procesos de cambio del entorno financiero nacional e internacional, que depara insospechadas oportunidades y retos hacia el futuro.

El papel del sistema financiero dentro del proceso de apertura económica e integración comercial es de singular importancia. Existe una marcada dependencia entre desarrollo económico y desa-

rrollo financiero, lo uno es condición básica para el logro de lo otro y viceversa.

Con esta suscinta enumeración de hechos reales y posibles extractados a lo largo de este simposio, en torno al sector financiero queremos llamar la atención de las autoridades y de los empresarios financieros sobre la necesidad imperiosa de que a través de permanente y estrecho diálogo se tomen decisiones oportunas, cada uno en su campo, que permitan realmente a Colombia prepararse y dar rápida respuesta ante situaciones cambiantes del mercado nacional e internacional.

En suma, el sistema financiero ha respondido exitosamente al proceso; el gobierno ha iniciado con acierto los cambios de regulación que se requieren para facilitar el ajuste pero mantiene restricciones que hoy son perjudiciales para el buen desarrollo del sector; necesitamos caminar con mucho esfuerzo y de la mano de las autoridades un camino que apenas empieza, pero que tenemos que recorrer en forma segura, oportuna y coherente, lo cual es uno de los objetivos de este simposio realizado en esta hermosa capital de Antioquia.

REFLEXIONES SOBRE EL DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES COLOMBIANO: EL CASO DEL MERCADO DE VALORES

*Luis Fernando López Roca**

1. INTRODUCCION

Es para la superintendencia de Valores realmente grato conducir la sesión de clausura de este ya institucionalizado Simposio sobre el Mercado de Capitales, que se ha constituido en quizás el más importante foro de reflexión sobre los problemas económicos nacionales. De sus debates se han desprendido conclusiones que de una u otra forma han marcado un derrotero en el manejo económico del país, así como las medidas que se han encaminado a estimular el ahorro y en un contexto mayor del desarrollo del mercado de capitales colombiano.

Sin lugar a dudas, ha sido un acierto de la Asociación Bancaria mantener como evento periódico este escenario de discusión, cuya primera realización data de 1971 cuando se convocó con el propósito fundamental de: ". . . conocer la estructura de los instrumentos de

* Superintendente de Valores.

captación de ahorro y de inversión de los recursos financieros tendientes a aumentar la capacidad de inversión del país."[1]

Al repasar las memorias de otros Simposios, particularmente las de los primeros encuentros, es muy positivo encontrar que así como se analizaba con mucha preocupación la poca profundidad del Mercado de Capitales colombiano, se aportaron recomendaciones concretas que contribuyeron de alguna manera a avanzar en la búsqueda de soluciones a esta particular situación[2].

De esta forma, las conclusiones de los trabajos presentados en los diferentes certámenes se han recogido en una serie de consideraciones[3] de las cuales, algunas de ellas se han incorporado en medidas concretas, otras han perdido vigencia debido a la orientación de la actividad económica, -y muchas desafortunadamente las más- permanecen aún como inquietudes que merecen nuestra actual atención.

Ello lleva a pensar que, al lado del estudio de otros muy relevantes temas económicos, también es oportuno rescatar la idea original del Simposio, cual es la de que sirva de marco de reflexión en la discusión de los tópicos directamente relacionados con el mercado de capitales. Así, sin pretender volver a descubrir lo que ya se ha

1. Evaluación de los efectos del Simposio sobre el Mercado de Capitales 1971. Schlesinger Daniel. En **Mercado de Capitales en Colombia. ahorro y crédito. 1973**
2. En la primera reunión la motivación del Banco de la República y la Junta Monetaria fue la de tener una visión amplia de la situación del mercado de capitales, para dar un apoyo fundamental al grupo de estudios creado por el Jefe del Estado, cuyo encargo fue el de examinar la estructura económica de las instituciones financieras, revisar su reglamentación legal y sugerir medidas destinadas a procurar el fomento del ahorro, la ampliación de las bases de la capitalización social, la movilización más dinámica y el uso más eficiente de los recursos a través de la expansión y la mejor regulación del mercado de capitales. En otras oportunidades se ha manifestado gran preocupación por la baja capitalización y el alto endeudamiento de las sociedades anónimas: la urgencia de permitir la mayor irrigación de crédito hacia las actividades productivas; la conveniencia de desarrollar operaciones de mercado abierto; la propuesta para establecer una más adecuada estructura de tasas de interés; en fin, la necesidad de establecer una ley marco para el sector financiero.
3. En 1971 se recogieron, entre otras, importantes consideraciones tales como: un consenso general sobre la necesidad de intensificar esfuerzos para el logro de mayor ahorro requerido para el desarrollo de la economía y la importancia del mercado de capitales en la consecución de ese objetivo; impulsar la creación y desarrollo de fondos mutuos de empleados y empleadores como factor importante de incrementar el número de accionistas; estimular la inscripción de nuevas empresas en el mercado bursátil; estudiar la posibilidad de crear una Comisión de Valores encargada de vigilar y estimular la emisión y colocación de papeles financieros; se propuso crear un fondo que les diera liquidez a las corporaciones financieras y estudiar la posibilidad de que llevaran a cabo operaciones de underwriting; se consideró la posibilidad de crear nuevos papeles que fortalecieran el mercado de valores; y, se planteó la posibilidad de conceder estímulos tributarios a las sociedades anónimas.

podido olvidar, o que por persistencia del tiempo nos hemos acostumbrado a escuchar, es necesario insistir en proponer soluciones tendientes a mejorar la estructuración y profundidad del mercado. Preocupaciones que no están plenamente resueltas y que en su momento en este estrado se han manifestado desde hace más de dos décadas, son merecedoras de toda nuestra atención[4].

A escasos 2.982 días del tercer milenio, ya es un lugar común decir que América Latina está dejando atrás la "década perdida", mostrándose dispuesta a aprovechar las oportunidades para su desarrollo, sobre la base de aquellos aspectos en los cuales es más fuerte. El importante crecimiento del sector privado ha estado sin duda impulsado por los procesos de apertura, internacionalización y privatización, que de una u otra forma han involucrado a la región en las corrientes financieras globales, representando una oportunidad histórica para estas economías.

Como en el resto de América Latina, en Colombia nos hemos visto enfrentados a la gran oportunidad y potencial que se obtendría al aprovechar los recursos de ahorro externo necesarios para el desarrollo del país, con la llegada de capitales del exterior, que buscan escapar de la recesión de otras latitudes y que pretenden diversificar su riesgo y beneficiarse de las atractivas retri buciones y altas tasas de crecimiento de los "mercado emergentes".

Sin embargo, no hay que perder de vista que en el mediano plazo podríamos encontrarnos con nuevos reordenamientos de la economía mundial que comprometa recursos, que hoy están en los países menos desarrollados, en la recuperación de las economías de Europa Central y aún de los países desarrollados. Se trata entonces de saber aprovechar esta coyuntura para orientar el ahorro que llega al país, hacia su desarrollo.

4. Por ejemplo, el papel de las corporaciones financieras en el mercado de capitales, la necesidad de crear nuevos papeles para fortalecer la oferta de valores, la importancia de los inversionistas institucionales en el mercado bursátil, la capacidad de las bolsas para movilizar y circular los recursos de inversión a largo plazo, la función de financiación del mercado de valores, la participación de las acciones en el mercado bursátil que en 1971 representaban el 47.1% y a la fecha representa apenas cerca del 9%, la justificación de un mercado secundario de hipotecas como alternativa de orden financiero, económico y social, la conveniencia de la intervención del mercado de capitales en términos de su contribución a la liquidez y a la eficiencia en la asignación de los recursos, entre otras.

2. EL MERCADO DE CAPITALES Y EL MERCADO DE VALORES

El desarrollo económico es sin lugar a dudas el resultado del logro de un nivel de inversiones creciente y sostenido, el cual será mayor en la medida en que los agentes económicos encuentren los recursos necesarios para desarrollar sus proyectos. Evidentemente, la apertura económica nos ha puesto ante el reto de la competencia externa, por lo que ineludiblemente se requiere alcanzar niveles de productividad por lo menos similares a los internacionales. Esto sólo será posible mediante procesos de intervención y de incorporación tecnológica que exigen tasas de capitalización crecientes.

Tradicionalmente el proceso de desarrollo en Colombia ha tropezado con el obstáculo de las bajas tasas de formación de ahorro de mediano y largo plazo. Se trata entonces no sólamente de lograr incrementar este ahorro, que puede provenir tanto de fuentes internas como externas, sino también de su correcta asignación a las actividades productivas. Es precisamente el mercado de capitales el llamado a cumplir esta tarea básica por lo cual se impone su modernización, en aras de alcanzar las metas de desarrollo previstas[5].

2.1. Relaciones entre uno y otro mercado

Ahora, no hay que olvidar que una adecuada utilización de los recursos de ahorro dependen en buena medida de los medios que existan para irrigarlos a las actividades productivas. Dentro del mercado de capitales, el mercado de valores -particularmente el bursátil- se puede considerar el mejor mecanismo para realizar esta irrigación, ya que las bolsas se constituyen en un canal ágil para identificar y transferir los recursos, así como para orientarlos en condiciones de transparencia y en forma eficiente a su utilización en la economía, ya sea por la colocación oportuna de las ofertas primarias, o por la dotación de liquidez a las emisiones de títulos. De hecho, nunca se insistirá lo suficiente respecto a que el tamaño del mercado primario depende, básicamente, de la existencia y

5. Esta función la cumplen tanto el mercado de crédito como el mercado de valores y dentro de este el mercado bursátil, el primero transfiriendo orden de compra en el tiempo, y el segundo permitiendo a los agentes deficitarios captar recursos permanentes para la financiación de activos fijos.

funcionamiento adecuado del mercado secundario. Y es allí, precisamente, donde tal vez radique la mayor relación entre el mercado de capitales y el mercado de valores, puesto que es éste último el que facilita muy buena parte dicho mercado secundario.

Es en el mercado público donde se reúnen las condiciones para diseminar entre los agentes la información sobre las condiciones financieras en que se podrían desarrollar los diferentes proyectos. Es también en el mercado donde se conocen los cambios y reacciones sufridas por los diferentes agentes, las tendencias de los precios, los volúmenes negociados bajo los diferentes instrumentos de captación de recursos, en fin, se puede saber lo necesario para una toma de decisiones responsable por parte del mercado. De ahí el carácter que se le atribuye a la bolsa de termómetro de la economía.

La calidad y profundidad de un mercado bursátil se suele medir por indicadores como la capitalización, los altos índices de negociación y la valorización de los precios. Pero con miras a que el mercado bursátil cumpla realmente con su papel como importante instrumento del mercado de capitales, de manera que se convierta en el real sitio de concurrencia del ahorro y la inversión, es conveniente trabajar no solamente para el logro de altos índices de negociación, sino también para que estos representen no tanto el resultado del reciclaje de los títulos existentes[6], papel sin duda fundamental que debe cumplir el mercado público, sino también en la colocación oportuna y eficiente de las emisiones primarias.

2.2. Crecimiento del mercado de valores sin precedentes

Colombia no ha sido ajena a las tendencias internacionales. El mercado bursátil en el país tuvo durante 1991 un volumen transado de más de $3.3 billones (más de US$5 mil millones), creciendo en un 24.6% real anual en promedio en el período comprendido entre

6. Según estudios efectuados por la Superintendencia de Valores, que encuentran confirmación en otras fuentes, se encontró que con una correlación superior al 92%, el "boom" del mercado, representado especialmente en el crecimiento notable de la negociación con acciones, tiene una alta explicación en el índice de precios y una baja explicación en la cantidad de acciones transadas, a lo cual se suma el bajo nivel de empresas inscritas. Para el análisis se tomó una muestra de acciones transadas en la Bolsa de Medellín, única que presentaba en forma periódica el índice de precios para todo el lapso de expansión del mercado (octubre de 1991 a junio de 1992).

1987 y 1991. Este último año y en lo transcurrido de 1992 ha tenido un crecimiento más que notable, sin precedentes en la historia. En efecto, durante 1991, en lo que se ha conocido como el "boom" del mercado, éste creció en un 166.7% en términos reales y en el período enero-septiembre de 1992 en un 66.1% en comparación con igual período de 1991, también en términos reales, llegando a septiembre 30 de 1992 a superar los $4.7 billones (más de US$6 mil millones)[7].

Se observa también que el mercado accionario en el país ha tenido los incrementos más representativo[8]. En efecto, los valores transados en acciones en Colombia se han incrementado en un 32.2% en promedio en términos reales entre 1987 y 1991, en más de un 231.1% en 1991 y en un 332% en el período comprendido entre enero y septiembre de 1992, en comparación con igual lapso del año anterior. A septiembre 30 de 1992 las transacciones en acciones se acercaron a los $355 mil millones (casi US$500 millones)[9].

Pero a pesar de este extraordinario crecimiento que lleva al mercado accionario a representar actualmente cerca del 9% del mercado bursátil en el país, después de ser tradicionalmente menor al 2%, este indicador está bastante lejos del alrededor del 90% que representaron las negociaciones con acciones en el Brasil o cerca del 94% en Venezuela en 1991, o del que treinta años atrás mostraba el propio país.

Encontramos también un importante incremento en las ofertas públicas, especialmente de acciones en el último año. Es así como aquellas han crecido, en términos reales, en un 33% en 1991 y en un 93% en el período enero-septiembre de 1992, en relación con igual lapso de 1991. En acciones, las autorizaciones en 1992 han sido casi $70 mil millones, el 39.4% del total autorizado, repre-

7. Sin embargo y a pesar de que el mercado bursátil en nuestro país ha llegado a ser uno de los más dinámicos de América Latina y del mundo dentro de los denominados "mercados emergentes", fue uno de los más pequeños en tamaño en 1991 en la región, en comparación con el mercado mexicano, el brasileño o el chileno.

8. De una participación que llegó a estar por debajo del 2% del mercado, la negociación de acciones alcanzó una proporción del 12% en junio de 1992 y actualmente es de cerca del 9% del mercado bursátil.

9. Así, el mercado bursátil se ha constituido en una respuesta clara a uno de los verdaderos objetos del mercado de valores, cual es el de proporcionar liquidez a las emisiones primarias de títulos de capital. En comparación con la región latinoamericana, el mercado accionario colombiano es uno de los más dinámicos. Presenta similares tasas de crecimiento en los últimos años a las del mercado mexicano y una de las tasas de crecimiento más altas durante 1991, superada sólamente por Venezuela, Argentina y Chile. Según los índices de la IFC de diciembre de 1991 a octubre de 1992 el mercado accionario colombiano es el segundo en dinamismo entre los mercados emergentes.

sentando un incremento del 93% en términos reales en relación con 1991.

Pero si nos detenemos a examinar la profundidad del mercado en relación con el tamaño de la economía y de otros "mercados emergentes", se concluye que es mucho el camino que nos falta por recorrer. Así por ejemplo, si se vinculan las transacciones bursátiles de acciones con el PIB, se observa que estas representaron en Colombia alrededor del 0.5% en 1991, mientras que en Chile y Venezuela fueron del 6% y en México superaron el 13%. De igual forma, la magnitud de nuestro mercado accionario se puede dimensionar trayendo a colación estadísticas sobre la capitalización en los "mercado emergentes", que muestran a junio de este año para Colombia una capitalización de US$8 mil millones, frente a otros países como México, Brasil y Chile, que han alcanzado valores de US$128.9, US$50.7 y US$37 mil millones, respectivamente[10].

2.3. El problema tradicional de la oferta

En relación con este punto, en Colombia se ha hablado tradicionalmente de un problema estructural de déficit en la oferta de títulos. En efecto, debido principalmente a los sesgos tributarios que hacían más costosa la financiación con acciones en relación con otras fuentes de recursos, los agentes se dirigieron en mayor forma al mercado de crédito.

Así, de una participación que llegó a estar por encima del 60% del capital en mercado bursátil en 1960, las acciones pasaron a ser un promedio menor al 2% de las negociaciones en los años ochentas. El lugar que dejaron fue paulatinamente ocupado por bonos y otros títulos de deuda, así como por las operaciones de tipo monetario y de financiación del Estado, operaciones que llegaron a ocupar casi la totalidad de las transacciones bursátiles[11].

10. Además, según algunos analistas, la tasa de inversión privada disminuyó en cerca de 6 y la inversión total en 3.2% en 1991. Ver SARMIENTO, Eduardo, "Evaluación y perspectivas de la apertura", en Desarrollo y Sociedad No. 29, CEDE, Santafé de Bogotá, marzo de 1992.

11. Puede aceptarse que la bolsa de valores no sea directamente creadora de riqueza, pero su funcionamiento si es indispensable para orientar las actividades económicas y para asignar acertadamente los recursos productivos. La Bolsa resulta esencial para el funcionamiento del mercado de valores, ya que sin su existencia difícilmente los inversionistas encontrarían liquidez, y no sería tan fácil ni oportuna la colocación de las ofertas primarias títulos para apoyar los proyectos productivos. Mayor detalles sobre este tema se puede encontrar en GUBERN, Planasdemunt. "El Fenómeno Bolsa", Curso de Formación sobre Bolsa, Instituto Español de Analistas de Inversiones, 1977, transcrito en el Boletín Mensual de la Bolsa de Bogotá No. 74, marzo de 1985.

El desbalance, pues, entre oferta y demanda clásico en el mercado bursátil tiene un efecto directo en el problema de la financiación de mediano y largo plazo, por lo cual abordaremos, de manera principal, el análisis de este tema.

2.3.1. Las estrategias de orden cuantitativo para atacarlo

Han sido metas de la política económica, producto de recomendaciones de anteriores simposios,[12] eliminar los obstáculos que impiden el adecuado funcionamiento del mercado de capitales en general y del mercado de valores en particular, en este último caso mediante estrategias de estímulo tanto a la oferta como a la demanda de títulos.[13]

Se ha entendido así que la competencia en el mercado debe caracterizarse por la introducción de nuevos productos y estructuras, antes que entenderse como el resultado de la pugna por el mismo producto. En un mercado demandado, es conveniente dar un impulso inicial dirigido a la creación de nuevos valores, que doten a los inversionistas de múltiples alternativas en la conformación de sus portafolios, en condiciones de transparencia.

Entre las estrategias de orden cuantitativo para disminuir la brecha entre la oferta y la demanda de títulos, se han identificado, entre otras, la autorización para la expedición de nuevos instrumentos bursátiles, la factibilidad de un segundo mercado, el importante papel de las corporaciones financieras para la forma-

12. Por ejemplo, en el primer simposio se recomendó, impulsar la creación de fondos mutuos de empleados y empleadores, así como de instrumentos para proteger al inversionista de los efectos de la inflación; además, se consideró conveniente emprender acciones coordinadas para estimular la inscripción de empresas en el mercado bursátil y se propuso que las corporaciones financieras pudieran buscar directamente recursos en el mercado de capitales. Por su parte, como resultado del segundo Simposio -1973- se lograron ensayos en OMA con títulos de participación; en 1974 se consideró el mercado secundario de hipotecas como una alternativa financiera, económica y social; en 1979 se recomendó la expedición de títulos de deuda a tasa variable.

13. Desde el punto de vista de la oferta, las autoridades económicas han tomado medidas de tipo especialmente tributario tendientes a eliminar las diferencias de gravámenes entre las diversas fuentes de financiación empresarial, a la concesión de estímulos tributarios para la apertura de las sociedades, al otorgamiento (en su momento) de créditos con tasas subsidiadas para la adquisición de nuevos papeles, a la autorización para la circulación de nuevos títulos. Por su parte, desde el punto de vista de la demanda, se tienen la exoneración de impuestos para la inversión en acciones, los estímulos a algunos inversionistas institucionales y más recientemente los creados para fomentar la inversión extranjera, entre otras medidas.

ción de capital semilla, la constitución pública de sociedades, la provisión de recursos estables por parte de los fondos de pensiones, la oferta de títulos extranjeros en Colombia y el potencial de la privatización. Examinémoslas entonces.

2.3.1.1. Expedición de nuevos títulos (Titularización)

Dentro de las medidas recientemente tomadas para el fortalecimiento del mercado -pero que apenas constituyen un marco general para facilitar su desarrollo- se cuenta la autorización para la expedición de nuevos títulos. Es así como mediante la Resolución 645 de 1992, la superintendencia de Valores autorizó la movilización de activos mediante la emisión de títulos para ser transados en el mercado público. Se trata de la creación de un marco de regulación que compromete a un conjunto de agentes económicos en la liberación de recursos para atender proyectos productivos, implicando la sustitución de activos de riesgo de las entidades financieras por activos disponibles para la canalización de nuevos créditos.

El desarrollo de este mercado afectará sin duda en forma positiva la capacidad de financiamiento del sector real, tanto en monto como en plazo. También contribuirá, en la medida en que se desarrolle, a la estabilización de las tasas de interés, al proveer a las entidades financieras de nuevas fuentes de liquidez ante eventuales caídas de depósitos, además de incrementar desde luego la oferta de fondos prestables. Tanto para los establecimientos de crédito como para los inversionistas se convierte en una opción rentable, lo cual será aún más cierto cuando se cuente con la posibilidad de negociar contratos en un mercado de futuros.

2.3.1.2. Segundo mercado

Los denominados "segundos mercados" o "mercados intermedios", que han venido siendo puestos en práctica en diversos países de latinoamérica durante los últimos años, pueden constituir en Colombia una respuesta efectiva a la deficiencia estructural de oferta. Sin embargo, la característica general de estos mercados, que ha sido la de atraer empresas que por su tamaño no podrían ir a la bolsa, para el caso colombiano no resulta predicable dada la

flexibilidad existente en materia de patrimonio para que un potencial emisor pueda ser inscrito en bolsa[14]. Las exigencias en este punto no pueden ser menores, además de que se ha demostrado que la reducción de requisitos de tamaño no genera, en ningún caso, una mayor inscripción. La respuesta, pues, debe buscarse en otra parte.

Es ahí donde resulta particularmente importante detenerse en el problema de la información. Parece que los requisitos en esta materia sí han generado dificultades en el acercamiento de las empresas al mercado por diversas razones que hemos resumido así:

1. Temor a la inseguridad derivada de la revelación de datos, lo cual hace que ciertas empresas prefieran tener un "low profile" mientras puedan financiarse por los mecanismos de endeudamiento tradicionales; a esto puede agregarse cierto temor desde el punto de vista del secreto industrial, en la medida en que la competencia es más llevadera mientras menor sea la información de que disponen los competidores. Para qué, entonces, facilitarles el trabajo, parece ser la pregunta implícita en este razonamiento.

2. Reacción frente a la necesidad de preparar información contable y financiera y mantenerla actualizada, cuando tradicionalmente no se ha estado acostumbrado a esto; todo ello también en un contexto nacional que le confiere a esta labor un sabor de "papeleo" injustificado similar al existente en tantos trámites ante el Estado.

3. Dificultades en el manejo de la correcta información contable de años pasados que dificulta explicar adecuadamente la verdad real de los actuales resultados de muchas empresas.

Si éstas hipótesis son ciertas, flexibilizar los requisitos de información para acceder al mercado parece ser el camino correcto. No obstante, en la medida en que este planteamiento aparentemente desconocería el principio cardinal del mercado de valores -que es el de dotar al mercado de la mayor información posible- es preciso contrabalancear el riesgo derivado de esta situación, limitando el ofrecimiento de los papeles que se coticen en ese mercado, a una serie de inversionistas con mayor capacidad de discernimiento y de

14. La Resolución No. 57 de 1992 de la Superintendencia de Valores disminuyó los requisitos de inscripción de acciones en las bolsas de valores. Aún cuando no se trata estrictamente de la aprobación de un mercado paralelo, si se hace más fácil para las empresas el acceso al mercado.

conocimiento del mercado, de análoga manera a la noción del "inversionista sofisticado" de otras latitudes[15]. Si se trata de valores de mayor riesgo por razón de la menor información exigible, no sería el público común el que debería acceder a dicho mercado pues, conceptualmente, estaría desprotegido al momento de hacer la inversión.

Teniendo en cuenta que muchos de los que calificarían como "inversionistas sofisticados" son los mayores demandantes del actual mercado, parecería lógico concluir que los "mercados intermedios" de que venimos hablando estarían en capacidad de aumentar la oferta disponible permitiendo, a su vez, que el mercado bursátil tradicional aumente de manera efectiva la oferta al público en general.

2.3.1.3. Las raíces del "capital semilla": las corporaciones financieras

Tradicionalmente en Colombia, siguiendo la tendencia mundial en la materia, nunca el Estado vio con buenos ojos que el sector financiero participara en el capital de las empresas del sector real. Basta revisar la legislación existente desde 1923 para corroborar esta afirmación. La restricción a las inversiones de capital fue tal, que con el paso del tiempo algunas de ellas, que resultaban lógicas y deseables, encontraron formas oblicuas para hacerse ante la perentoria prohibición legal. Me estoy refiriendo a la inversión en lo que hoy son las sociedades de servicios técnicos y administrativos, cuyas primeras expresiones fueron las entidades sin ánimo de lucro para el manejo compartido de cajeros automáticos y tarjetas débito.

Sin embargo, a partir de los trabajos que en 1959 hizo la misión dirigida por Luigi Manero y Antonio Capodano, como una excepción al anterior principio se previó con la creación de las corporaciones financieras que dichos intermediarios participaran en el capital de empresas de los sectores industrial, agropecuario y minero con el fin de fomentar su creación y desarrollo, medida ésta que se consideró definitiva en la ampliación de nuestro, para ese entonces, incipiente mercado de capitales.

15. Es el caso, entre otros, de la Regla 144A de la Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos de América, que no exige una homologación de las prácticas contables del emisor extranjero -lo cual tiene costos muy altos- como sí se consagra para cotizar el valor en el NYSE.

La justificación de una excepción tan de fondo a la existencia de una banca múltiple[16], radicaba en la importancia que para el mercado de capitales tiene la generación del llamado "capital semilla", para la cual las corporaciones financieras resultaban el instrumento ideal. En un país con bajas tasas de ahorro interno como las de Colombia y donde el ahorro de mediano y largo plazo ha sido ampliamente deficitario[17], la alternativa de las corporaciones se antojaba como fundamental. Sin embargo, la creación del nuevo "capital semilla" no ha respondido al principio que lo inspiró, cual es el de propagarlo a partir de una rotación efectiva de las inversiones de capital, cumpliendo, claro está, su ciclo normal de maduración, el cual debe contemplar el retorno de la inversión.

De otro lado, parece deseable que esas inversiones no debieran constituirse con recursos del público, no sólo por los riesgos de "descalce" que tal hecho implicaría sino porque, conceptualmente, las corporaciones no dejan de ser establecimientos de crédito y en ellos los depósitos deben dirigirse al ejercicio de la función intermediadora.

Se observa entonces, que la alternativa de generación de "capital semilla" se desvirtuó en la práctica. Es así como el 81.8% del valor total de las inversiones de capital de las corporaciones financieras privadas a 1991, se congregaba en 30 de las 192 empresas en que mantenían inversiones[18]. Ello sugiere la acentuada concentración de las inversiones de capital de las corporaciones en empresas en donde poseían inversiones.

De igual forma se aprecia que, en términos generales, una alta participación de las inversiones había sido efectuada con anterioridad por entidades vinculadas al grupo económico al cual pertenece la respectiva corporación. Es de anotar que dichas participaciones se han ido incrementando sucesivamente en la medida

16. En la literatura financiera con alguna frecuencia el vocablo "banca múltiple" designa dos fenómenos diferentes: el que es quizás más conocido, que lo identifica con el supermercado de servicios financieros, y el que hace referencia a la inversión de los establecimientos de crédito en el sector real. Es en esta última acepción en que lo utilizaremos.

17. La tasa de ahorro en Colombia, cerca del 20% del PIB, es relativamente baja -inferior en cerca de diez puntos- si se compara con las de los países desarrollados, y aún con las de otros países de América Latina.

18. Es de anotar que cerca de 50% de las 30 empresas fueron constituidas antes de ser creadas las corporaciones financieras, esto es hace más de treinta años.

en que ha sido necesario capitalizar las empresas, lo cual lleva a plantear la hipótesis de que la inyección de capital que se les ha efectuado directamente por los accionistas sin el concurso de tales establecimientos. En consecuencia, la labor de las corporaciones en este aspecto no habría sido, en lo sustancial, la de generar verdadero "capital semilla". Para ilustrar lo antedicho con un ejemplo, recordemos que dos corporaciones del mismo grupo económico, mantenían hasta finales de 1991 cerca de $11.000 millones (el 9% del total de capital invertido por el conjunto de corporaciones privadas), en una sola sociedad perteneciente a su grupo.

La anterior apreciación se avala al efectuar una revisión de los plazos durante los cuales las inversiones se han mantenido, acaso por la inexistencia de una norma que exigiera su rotación a partir de un período que pudiéramos denominar como de "maduración". Las corporaciones se han ido convirtiendo, de modo general, en tenedoras de inversiones más que en promotoras de nuevos proyectos. Esta circunstancia se ratifica, aún más, si se analiza el comportamiento de las inversiones de capital recibidas en dación de pago, que en muchos casos se mantuvieron por períodos que excedieron ampliamente los plazos legales.

En efecto, la vocación de permanencia de las inversiones de las corporaciones privadas se evidencia al analizar la información que reportaron diez de ellas en 1987 y 1991. Es así como de las inversiones que poseían en 1987 en 115 sociedades, al finalizar 1991 se habían vendido sólamente 24, al paso que hubo aumento de la participación de las corporaciones en cerca de la mitad de las 91 sociedades restantes.

Hay quienes han expresado que el esquema creado en 1959, ratificado con el estatuto adoptado con el Decreto 2041 de 1987, encierra una paradoja, que acaso explique el comportamiento descrito: No es lógido -dicen- que se estimule a dar nacimiento a empresas; a asesorarlas en su crecimiento y a ir modelándolas y mejorándolas paulatinamente, para que cuando se logre el objetivo buscado y sean verdaderas empresas en marcha se espere de sus dueños que se desprendan de tan valioso activo. Comparan el proceso con la concepción, alumbramiento, educación y posterior formación de una hija que al llegar al inicio de sus mejores años, en su época más bella, debe ser entregada al mejor postor.

El símil no deja de tener algo de cierto. Pero confunde la razón de ser de los progenitores -en este caso las corporaciones- a quienes se les ha permitido crear empresas no para mantenerlas indefinidamente, como bien puede hacerlo cualquier persona o sociedad en este país, si no, precisamente, para que con el producto de su venta puedan generarse otras nuevas. En Colombia nunca ha estado prohibido a los particulares detentar el poder accionario de una sociedad. Pero eso es cosa harto diferente a permitir que dicha tenencia accionaria se haga utilizando, directa o indirectamente, los recursos del público a través del sector financiero. Definitivamente esa nunca fue la filosofía que inspiró la creación de las corporaciones financieras.

Esta conclusión impone, entonces, que todos reflexionemos sobre el futuro inmediato, de cara a recuperar el papel que en este aspecto corresponde a las corporaciones. Para tal efecto podría definirse una especie de "período de maduración" de las inversiones de capital que determinara su plazo máximo de mantenimiento, en función, claro está, de la recuperación de la inversión. A partir de su fijación se consagraría la obligación de vender las inversiones que excedieran el plazo máximo, con lo cual se aumentaría la oferta disponible.

Una precisión final en este punto: si bien no creemos en las democratizaciones de la propiedad accionaria que sean forzadas, lo cual llevaría a permitir que -siempre que se cumplan las normas legales- empresas del mismo grupo económico adquirieran la propiedad de las inversiones que hoy están en cabeza de las respectivas corporaciones, si, por lo menos, se le devolvería la transparencia al proceso al exigir que, cuando deseen participar las corporaciones financieras, lo hagan con una vocación de temporalidad y en función de la creación de nuevo "capital semilla". Las inversiones con ánimo de permanencia deben ser hechas, no por las corpora- ciones, sino por los verdaderos dueños y de una manera directa. Es, precisamente en estos casos, en los que creemos que la intervención del Estado, lejos de ser obstruccionista, se justifica.

Por último, compartimos plenamente la opinión de quienes han manifestado que si ". . . Las corporaciones financieras no promueven realmente nuevos proyectos de inversión, función que

debería caracterizar su quehacer y que, en realidad, es la única razón que las habilita para su autorización excepcional." ". . . el panorama sólo se revela despejado para aquellas Corporaciones Financieras que reafirmen su vocación como bancos de inversión. Aquellas que sólo pretenden realizar labores de intermediación, han perdido su espacio vital"[19].

2.3.1.4. La Constitución Pública de Sociedades

No existe en Colombia un marco legal adecuado para facilitar la creación de sociedades, recurriendo a una convocatoria pública en la cual la vinculación de los pequeños accionistas tenga como causa y estímulo, por ejemplo, la participación, simultánea aunque minoritaria, de un inversionista institucional como sería el caso de las corporaciones financieras a las compañías aseguradoras. Para hacerlo hoy en día debe recurrirse a crear primero la sociedad y efectuar posteriormente aumentos de capital, éstos últimos mediante el mecanismo de oferta pública.

Aunque, desde cierto punto de vista, los aumentos de capital puedan ser una forma de vincular pequeños accionistas, el problema radica en la incertidumbre de su colocación. No es lo mismo atreverse a crear una empresa con un pequeño capital inicial, a sabiendas de que es ampliamente insuficiente para el desarrollo de un proyecto, y confiar en el éxito de las posteriores y sucesivas colocaciones, que iniciar el proceso cuando se ha asegurado de antemano la totalidad de la financiación. En este segundo caso, el motivo que induce a las personas a invertir es, precisamente, el que otras personas también lo están haciendo amparadas por la circunstancia que, en caso de no lograrse la totalidad de la colocación, ninguna de las inversiones quedará en firme. El proceso tiene, pues, una característica de "retroalimentación instantánea" sin la cual no es posible concebirlo. Prohijar esta clase de mecanismos significa dar una respuesta instrumental a la conformación de "capitales de riesgo" y, consecuencialmente, avanzar en la vía de equilibrar la oferta y la demanda del mercado de valores.

19. "Los Grupos Financieros en Colombia. De la Banca Especializada a la Banca Múltiple". Intervención del doctor Néstor Humberto Martínez Neira, en el II Congreso Nacional del Ahorro.

Es así como en el proyecto de ley marco sobre sector financiero, bursátil y asegurador se ha previsto que el Ejecutivo tenga facultades para señalar normas sobre el ofrecimiento público de participación en sociedades que se encuentren en proceso de constitución. Tal previsión, en la medida en que se considere insuficiente para desarrollar el mecanismo descrito, podría complementarse mediante una disposición que modificara la concepción excesivamente formal que trae nuestro Código de Comercio sobre la constitución de sociedades a través de la escritura pública, sustituyéndola por una inscripción en el Registro Nacional de Valores, para lo cual se aprovechará la coyuntura actual sobre algunas modificaciones al Código del Comercio.

2.3.1.5. Los fondos de pensiones

Para el fortalecimiento de la oferta de títulos, en el corto plazo parecería que los fondos de pensiones son el mecanismo más importante para generar ahorro de mediano y largo plazo. En efecto, la estabilidad de estos recursos permite suponer que se podrá obtener una fuente de recursos estable en lapsos amplios, y consecuentemente, una mayor inversión en activos a través del mercado de capitales.

Sin embargo, teniendo en cuenta el componente social de los recursos que las administradoras manejarían, lo cual se avala mirando la experiencia en otros países sobre la materia, en especial la chilena, se puede concluir que los dineros depositados en los fondos de pensiones, en caso de que sean aprobados, no cumplirían un papel tan dinamizador del mercado de capitales en una primera etapa, en la cual la inversión en acciones estaría restringuida.

En general, se encuentra que estos fondos tienen una primera fase de consolidación, en términos de la seguridad y rentabilidad que deben proveer y garantizar en el manejo de recursos, con una alta connotación social. Deben así constituir portafolios seguros, y estar en capacidad de garantizar una rentabilidad en el corto plazo. Pero en una segunda etapa, que en Chile se verificó a partir de 1985, los fondos de pensiones se constituyen en la más importante fuente de impulso al mercado de capitales, y en particular al accionario.

2.3.1.6. La oferta de títulos extranjeros en Colombia

Es importante destacar también aspectos como el ingreso de nuevos agentes que en forma notable están haciendo su aparición en el mercado. Hoy vivimos una circunstancia especial, una realidad, cual es la de la internacionalización de la economía.

Así, dentro de las nuevas medidas tomadas por las autoridades económicas con miras a incrementar los recursos de inversión disponibles en la economía, es de resaltar la autorización dada a las empresas extranjeras para emitir valores en Colombia cuando coticen en los principales mercados mundiales.

Se cuenta ya con las condiciones legales para que títulos emitidos por gobiernos o empresas de otros países, como sería el caso de los bonos Venezolanos, se transen en el mercado colombiano según las condiciones que éste pueda ofrecer.

2.3.1.7. La privatización

El proceso de privatización puede generar como efecto colateral un aporte al desarrollo del mercado bursátil. En efecto, si bien es cierto que el objetivo central de la política de privatización no es desarrollar a través de Bolsa, el hecho de vender empresas públicas a través de procedimiento de oferta pública, además de impregnarle transparencia al proceso, puede ayudar a su crecimiento.

Es así como en otros "mercado emergentes" de América Latina y del mundo, la privatización de empresas bajo el control del Estado ha tenido un impacto importante en el fortalecimiento del mercado, además de constituir un aspecto relevante de la globalización de las corrientes financieras. Mediante la privatización se ha establecido un flujo de nuevos valores adquiridos nacional o internacionalmente, aumentando el atractivo de los mercados accionarios en todo el mundo y contribuyendo en la obtención de los recursos requeridos por los países en vía de desarrollo.

En el mundo el método más utilizado en el proceso de privatización ha sido la venta privada de acciones o activos a un sólo comprador. La razón que con mayor frecuencia se aduce es que ésta es la única alternativa en países en que no hay mercado de capi-

tales[20]. Sin embargo, las diferentes experiencias han mostrado la bondad de la oferta pública en el mercado de valores para hacer más transparente el proceso y además. ". . . han ayudado a desarrollar y a expandir los mercados financieros de Jamaica, Chile, Nigeria, Reino Unido, Japón y Francia, que aumentaron el número de accionistas y la capitalización a través de las bolsas como resultado de la privatización"[21].

En este sentido, la experiencia internacional nos muestra que con la venta de empresas a través de medios que involucran amplia concurrencia, el mercado de valores ha sido enriquecido en cuanto al volumen de transacciones, el número de accionistas y el valor de su capitalización. En Chile, por ejemplo, las transacciones de empresas privatizadas alcanzaron a representar de 1987 a 1989 más del 60% del total del mercado accionario. Así mismo, el número de accionistas fue en 1989 el 24% del total[22]. De otro lado, en Argentina, en marzo de 1992, según lo planeado, se efectuó exitosamente la colocación del 30% de las acciones de TELECOM, por un monto de US$1.226.8 millones, incorporando 337 mil nuevos accionistas[23] y contribuyendo junto con la otra empresa telefónica privatizada en cerca de la cuarta parte de los US$28.821 millones de la capitalización del mercado.

La experiencia colombiana en materia de privatización es aún limitada. Los criterios de privatización se han venido afinando y de las empresas que se han vendido, el mecanismo de oferta pública en el mercado de valores ha sido marginal.

En relación con la reprivatización del sector financiero, por diferentes razones, el mecanismo de bolsa ha sido poco utilizado[24]

20. Ver Nankani, Helen B "Las Lecciones del proceso de Privatización en los países en desarrollo". En **Finanzas y Desarrollo** marzo de 1990 p. 44

21. "Privatization: the lessons of experience" - Banco Mundial - abril de 1992. Resumen y traducción libre por Juan Guillermo Serna.

22. Dominique Hachetle y Rolf Luders. La Privatización en Chile. (CINDE) 1992.

23. Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Informe bursátil. 1992-I.

24. En este sector se ha llevado a cabo la venta de tres establecimientos bancarios (Comercio Tequendama y Trabajadores), y sólo el 15.1% del primero se negoció por bolsa, el resto, excepto el 10% de los Trabajadores, ha sido adjudicado directamente a un comprador mediante oferta pública directa. La venta del lote C del Banco del Comercio, se llevó a cabo en martillo en sesión simultánea de las tres bolsas de valores del país. La operación, como lo manifiesta FOGAFIN, fue un éxito en cuanto a la rapidez de las operaciones y los precios de venta obtenidos. El ingreso total por este lote ($11.026 millones) fue equivalente a casi tres veces el precio mínimo establecido por el Fondo.

Sin embargo, existe consenso sobre las condiciones actuales del mercado de valores para soportar el proceso y sobre las ventajas del método en cuanto a obtener mejores precios y democratizar la propiedad[25].

De otro lado, la venta entre 1982 y 1992 de 9 de las 28 empresas con inversión del IFI, se hizo a través de las bolsas de valores. Sin embargo, su valor fue muy poco representativo para el mercado bursátil. Las dos más grandes, Sofasa y Papelcol, se han vendido por oferta pública directa.

Se pretende por estos días la venta de las acciones que posee el IFI en 5 empresas nacionales por un valor estimado de US$15 millones. Al realizarse a través del mercado bursátil, las operaciones tendrán sin duda una mayor transparencia y paralelamente contribuirán al desarrollo del mercado de valores.

Dentro de un esquema coherente de privatización, tanto el proyecto que se tramita en el legislativo sobre las actividades financieras, bursátil y aseguradora como la modificación en curso al código del comercio, tienden a eliminar las exigencias legales sobre los derechos de preferencia de las entidades públicas para adquirir la propiedad estatal, dadas en el pasado[26].

Así las cosas, con un marco legal que apoye el proceso de privatización y de acuerdo al positivo desempeño del mercado, no hay duda de que la venta de las empresas estatales a través de bolsa puede contribuir al fortalecimiento de la oferta en el mercado de valores y servir de mecanismo que otorga transparencia al proceso. Sin embargo, aún existen fundadas dudas para que la enajenación involucre los paquetes de control, materia sobre la cual en muchos países ha sido la oferta privada el medio más utilizado.

Por lo demás, el punto de fondo en esta materia radica en la privatización o no de las empresas de servicios públicos, pues son

25. En este aspecto, vale la pena destacar que el proyecto que cursa en el Senado para regular la actividad financiera, bursátil y aseguradora, establece en el procedimiento de venta de acciones del Estado en instituciones financieras, que "La enajenación deberá efectuarse preferentemente a través de operaciones de martillo en bolsas de valores o, subsidiariamente, mediante otros procedimientos, que garanticen amplia publicidad y concurrencia".

26. Nos referimos aquí a los artículos 10o. y 18o. del Decreto 130 de 1976.

ellas las que históricamente han representado, en casi la totalidad de estos procesos, la porción verdaderamente importante del aumento de la capitalización bursátil.

2.3.2. Las estrategias de orden cualitativo

Además de las estrategias de orden cuantitativo antes comentadas, conviene revisar algunas medidas cualitativas, que permitan darle profundidad al mercado y propender por su crecimiento armónico y equilibrado. Desde este punto de vista surge como relevante la función que debe cumplir la información. Se entiende que un mercado adecuadamente informado será un mercado confiable y justo, que alentará una mayor participación de los agentes.

El actual ambiente de desregulación y simplificación de los trámites administrativos que se viene desarrollando en el país, con la consecuente posibilidad de participar en un mundo lleno de innovaciones, va en este sentido. Ahora, se pretende llegar a un mercado autorregulado, pero desde luego se espera una mayor responsabilidad de los agentes que intervienen en él.

Así, una política esencial para la modernización del mercado bursátil -como parte del mercado de capitales- debe estar dirigida a que cumpla eficientemente otra de sus funciones más importantes, en la diversificación del riesgo y la correcta asignación de los precios de los diferentes riesgos. Para ello, el mercado debe jerarquizar los riesgos asociados con las diferentes alternativas, que son compartidos por quienes adquieren los portafolios. La inversión se asigna de esta forma a los distintos sectores, dependiendo de la valoración que se haga del riesgo, por parte del mercado y siendo los proyectos que proporcionen el rendimiento económico más alto, ajustado al riesgo, los que obtengan los recursos disponibles[27].

2.3.2.1. La pérdida de la noción de riesgo en el período de consolidación del sector financiero

En el mercado colombiano la tendencia especialmente en los últimos años, ha sido la de que las operaciones más seguras han

27. El mercado permite la diversificación del riesgo que enfrentan los ahorradores, al hacer posible la obtención de portafolios que se adecuen a las diferentes demandas y necesidades, ante la heterogeneidad de inversionistas existentes en el mercado. Por lo tanto, en cuanto más amplia se a la disponibilidad de títulos en términos de la ecuación rentabilidad-riesgo, con mayor profundidad y eficacia cumplirá el mercado de capitales, y en particular el mercado bursátil, su papel.

sido al propio tiempo las más rentables, cuando una correcta asignación del precio de las transacciones por el mercado indicaría que a una mayor seguridad corresponde una menor rentabilidad.

Diferentes razones llevaron a que el ahorro disponible en una economía aún protegida para ese entonces, no se dirigiera a aquellas operaciones que valorarán adecuadamente las expectativas de rentabilidad empresarial, como sería lo deseable, sino a operaciones seguras pero a la vez rentables, desdibujándose así el papel del mercado en la asignación del precio del riesgo.

A esta situación parecen haber contribuido parcialmente las medidas tomadas para conjurar la crisis financiera de 1982, aún cuando algunos analistas han argumentado que las políticas tendientes a incentivar el ahorro interno, adoptadas en la década de los setenta, en alguna forma realzaron la preferencia del público por opciones de colocación seguras y rentables, y además con expectativas de retorno en el corto plazo.

En efecto, con miras a recuperar la confianza del público en el sistema financiero, duramente golpeada por la crisis, las autoridades económicas crearon instrumentos que como las nacionalizaciones, el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras y los seguros de depósito, protegieran a los ahorradores de futuros y eventuales problemas.

Son innegables tanto la razonabilidad de las motivaciones como los efectos positivos de tales medidas en su preciso contexto histórico. Sin embargo, como resultado colateral de ello, se acentuó la búsqueda de mayor seguridad en la colocación de los recursos, por parte de los inversionistas. Paralelamente a la recuperación del sistema financiero después de la crisis, se continuó con la política de asegurar sus operaciones en aras de proteger la confianza del público.

Creemos que la situación que originó el esfuerzo de asegurar las operaciones por parte del Estado ya está más que superada, y el sector financiero no sólamente goza de la mayor estabilidad sino también de perspectivas de crecimiento importantes. Esto nos lleva a pensar que es hora de propender porque vuelva a ser el mercado el que asigne el riesgo entre los diferentes agentes, de manera que se vaya avanzando en la política de que sean los inversionistas bien

informados los que tomen las decisiones y asuman las responsabilidades en los proyectos de desarrollo.

2.3.2.2. La necesidad de recuperar la ecuación rentabilidad-riesgo

Ante las transformaciones del mercado de capitales del país, es evidente la necesidad de crear condiciones de estabilidad para que los agentes que en forma creciente están haciendo su aparición, puedan operar eficientemente y, por lo tanto, crear las medidas de aseguramiento necesarias.

La injerencia del Estado implica, desde luego, que el sector privado esté en capacidad de asumir el riesgo de las operaciones, contando como es de suponer con la información suficiente y apropiada.

Esto permitirá continuar trabajando en la transformación de un mercado con certidumbre como el actualmente existente en Colombia a uno donde el riesgo se mire, no de modo peyorativo, sino como algo connatural al mercado. Por esta razón se viene impulsando y apoyando el desarrollo de adecuados mecanismos de cobertura de riesgo para los inversionistas por parte del mercado.

2.3.2.3. Cuatro tácticas

En este contexto, consideramos que hay cuatro líneas de acción principales en que podríamos denominar "un control privado del riesgo" de manera que con una adecuada información se pueda diseminar el riesgo entre los diferentes agentes. Estas formas son: las sociedades calificadoras de valores, el seguro de crédito, los mercados de derivados o derivativos y, complementariamente, el fortalecimiento del papel de las revisorías fiscales.

- **Sociedades calificadoras de valores:**

Un elemento esencial para la consolidación del mercado, lo constituyen las sociedades calificadoras de valores, en la medida en que, a partir de ellas los inversionistas podrán incrementar su cultura financiera en términos de su capacidad de realizar el "trade off" entre riesgo y rendimiento.

Además, son complemento importante de mecanismos como los "segundos mercados" y la titularización, en la medida que con la

calificación de los activos que integran los esquemas mencionados, se hace posible una más sustentada evaluación del riesgo, valorando de forma más objetiva la rentabilidad de las operaciones[28]. Es de anotar que la calificación no implica otra cosa que una evaluación de la probabilidad de que la sociedad emisora cancele oportunamente el capital y rendimientos de los títulos emitidos, en forma periódica. Por ello se ha dicho, que su trabajo constituye una predicción y no una profecía. Antes de finalizar el año, el mercado muy probablemente contará con la primera calificadora, una vez se agote la etapa del "due diligencie" que los asesores internacionales de la Superintendencia, harán próximamente a las solicitudes en curso.

- **Seguro de crédito:**

Un mecanismo para dotar al mercado de valores de calidad lo constituye el seguro de crédito, figura que por más de veinticinco años estuvo expresamente prohibida por las autoridades monetarias[29], bajo razones sin duda válidas en su momento, pero que ya no se justifican y que no tenían que ver realmente con el carácter de ésta actividad.

Es así como las condiciones del mercado han evolucionado, mostrando la conveniencia de desarrollar este mecanismo que permitirá que el mercado de valores y dentro de él por supuesto el mercado bursátil, dote de mayor cantidad de recursos al sector real.

Varias consideraciones fueron esgrimidas para justificar los seguros de crédito, que ya se encuentran aprobados: otorgan mecanismos para garantizar el acceso al crédito a determinados sectores de la sociedad restringidos por la falta de garantías reales, y como alternativa de los avales y garantías facilitan el acceso a las bolsas

28. La Superintendencia de Valores se encuentra revisando la Resolución 10 de 1991, que reglamenta la inscripción de estas sociedades, con el fin de introducir el marco general para la calificación de títulos de participación hipotecaria.

29. En efecto, el seguro de crédito estuvo prohibido por consideraciones más de manejo de los medios de pago y de control del mercado extrabancario, que por causas relativas al mercado de seguros. Ver documento de MARTINEZ, Néstor H. "El seguro de crédito", Santafé de Bogotá, 1992.

de entidades emisoras que no gozarían de reconocimiento de sus valores[30].

Además, los seguros de crédito se plantean como una alternativa menos costosa a los avales y garantías requeridos para poner en ejecución mecanismos como la titularización, constituyendo una forma de crearle una sana competencia al mercado financiero a través del mercado bursátil, con miras a reducir sus márgenes[31].

- **Mercados de derivados:**

Es una realidad que en el país existe la necesidad de contar con mecanismos que hagan posible a los agentes cubrirse contra riesgo por variaciones futuras de los precios, y en el caso de portafolios con rentabilidad fija, que serían los deseables, cubrirse contra riesgos de alzas en la tasa de interés[32].

Los mercados de derivados corresponden a instrumentos de cobertura que permiten conciliar adecuadamente los riesgos que quieran tomar los inversionistas, con su situación financiera y sus expectativas de rendimiento. En este marco, los agentes deficitarios podrían estimar correctamente sus costos en relación con expansiones o nuevos proyectos a emprender[33].

Este papel fundamental lo cumplen las opciones, que hacen que el proceso de selección de la combinación riesgo-rentabilidad sea

30. Serían un complemento importante de las sociedades calificadoras de valores. Esto ha dado lugar a la modalidad de "credit enhacement". MARTINEZ, op. cit.

31. En cuanto al seguro de crédito a la exportación, es un complemento importante que no necesariamente debe correr a cargo del estado.

32. Es evidente que ante la no existencia de mecanismos de cobertura de riesgo en el país, las emisiones de títulos de renta "fija" se hacen a tasa flotante, validando así las expectativas de inflación. En efecto, en un repaso rápido de lo acontecido en los últimos años en Colombia con las emisiones de títulos de deuda, se encuentra que coincidiendo con la presencia de una relativamente alta inflación, a partir de 1989 la totalidad de las emisiones de títulos de renta fija, han sido solicitadas y autorizadas con una rentabilidad con base en la DTF. Esto preocuparía en la medida que se esperaría que los agentes deficitarios pudieran calcular y hacer ciertos los costos de emisión de sus fuentes de financiación, aislando sus resultados financieros del vaivén de la tasa de interés. Sin embargo, ante un escenario distinto, se tendría que pensar que los operadores del mercado se conforman con la ganancia que representa el margen de intermediación bancaria, situación que no se compadece con la racionalidad financiera.

33. El propósito de los mercados de derivados o derivativos es proporcionar a los potenciales inversionistas, instrumentos de cobertura que les permitan conciliar adecuadamente los riesgos que quieren tomar con su posición financiera y las expectativas de rendimiento. Los instrumentos de cobertura de riesgo permiten que los inversionistas elijan portafolios basados en principios de rentabilidad-riesgo, según los cuales, a un mayor riesgo se espera una mayor rentabilidad.

más eficiente, además de proteger tanto a los tomadores de recursos como a los inversionistas. Así, las opciones cumplen un papel fundamental en la asignación de los precios por el mercado, la reducción de los costos de operación y la distribución eficiente del capital y del riesgo[34 - 35].

Por su parte, los mercados de futuros de próxima aparición en el contexto nacional, son productos de cobertura que transfieren el riesgo de los portafolios de inversión hacia agentes dispuestos a aceptarlo, protegiéndose de alzas futuras de precios. Igualmente, los tomadores de recursos se aseguran en este mercado contra bajas futuras[36]. Así, los mercados de futuros reducen la gestión de riesgo, al proporcionar mecanismos para transferir el riesgo sistemático o de mercado del sector real y de los portafolios colectivos hacia los agentes en capacidad de administrar más eficientemente ese riesgo[37].

34. Sobre este último punto, las opciones asignan el riesgo a aquellos inversionistas que estén dispuestos a enfrentarlo, y que como en el caso de los negociadores (speculators) buscan realizar ganancias en el mercado estando en capacidad de anticipar las variaciones en los precios de los títulos de referencia, además de que evitan el riesgo para aquellos inversionistas (hedgers) que no desean exponerse en mayor forma. De esta manera, la correspondiente rentabilidad refleja esta redistribución del riesgo. El mercado de opciones permite que un inversionista que esté dispuesto a aceptar un riesgo de capital, pero sin riesgo a la baja, compre con riesgo al alza por un lado y venda con riesgo a la baja por el otro. Para mayor detalle sobre este punto ver CHAPMAN, Alger, Presidente Chicago Board Option Exchange, Discurso ante la Reunión Interamericana de Autoridades Regulatorias de Valores, Cancún, Junio 3 a 6 de 1992.

35. Además, los mercados de opciones permiten que los precios se determinen más rápidamente que en los mercados de efectivo. En efecto, por los bajos costos de las operaciones, se está en capacidad de fijar simultáneamente los precios de las acciones de referencia, el nivel de liquidez y el interés de las operaciones. A su vez, como existe una relación directa entre los mercados de opciones y el mercado de efectivo, el precio en este último es inmediatamente reasignado, dotando a los inversionistas de información más precisa y completa sobre los precios en el mercado público, lo cual les permite tomar decisiones más eficientemente.

36. Por medio de este instrumento, los inversionistas (hedgers) buscan contrabalancear el riesgo de su posición en el mercado de efectivo asegurándose contra bajas de precios aún cuando renunciando a futuras alzas, y los negociadores (speculators), que actúan con la racionalidad de la ganancia en el mercado de futuros, dada su capacidad de anticipar las diferencias de precios entre el valor de los contratos hoy y el de su fecha de expiración, quedan cubiertos del riesgo de variación en los precios ya que pueden abandonar la posición adquirida antes del vencimiento, realizando la operación contraria en una cámara de compensación .Ver Documento de la Bolsa de Bogotá sobre Mercados de Futuros, puesto a consideración de la Superintendencia de Valores.

37. En relación con este tema es interesante observar que el mercado de opciones en el Brasil representó cerca del 16% de las transacciones en 1991, y que se están desarrollando experiencias sobre futuros en Chile, Venezuela y México. Boletín informativo No. 31 de la Federación Interamericana de Bolsas de Valores.

Los instrumentos bursátiles antes descritos hacen factible que los empresarios, que desde luego prefieren tasas definidas a la incertidumbre, puedan hacer previsiones más acuciosas sobre sus costos de financiación, no validando las expectativas de inflación y otorgándole al mercado un papel más activo en la búsqueda de competitividad de las firmas. El desarrollo de estos instrumentos le otorga así a los mercados una connotación de calidad y desarrollo, al permitir una orientación y asignación de los recursos más eficiente y eficaz. El tema, pues, dejó en Colombia de hacer parte de la literatura financiera, para constituir una necesidad sentida de emisores e inversionistas.

• **Revisoría fiscal**

Por otra parte, en el proceso emprendido hacia una mayor supervisión privada de las operaciones, desde luego juega un papel muy importante la revisoría fiscal. En este tránsito hacia el control privado, existe un problema en la medida en que el revisor fiscal no cuente con la debida independencia "mental", situación que adolece de un exceso de diagnóstico en nuestro país[38].

Las Superintendencias por su parte, también se han ocupado de la materia, y entre otras cosas procuraron precisar la importancia, objetivos y características de la Revisoría Fiscal, mediante la Circular conjunta SS005, SB076, CNV015 de 1989, de la Superintendencia Bancaria, Superintendencia de Sociedades y Comisión Nacional de Valores - Hoy Superintendencia de Valores-.

Se antoja conveniente introducir modificaciones de carácter legal, tratando de dotar a la institución de la revisoría fiscal de la debida independencia frente a los administradores, acogiendo algunos avances de la legislación extranjera, como la española, en donde se establece períodos fijos para los revisores y su no reelección, además de su destitución sólo por causas judiciales.

En la medida en que se tenga una revisoría fiscal de mejor calidad, se podrá entonces mejorar los mecanismos de autocontrol y, por ende, hará menos necesaria la intervención del Estado.

38. Al respecto basta mencionar que se han realizado en los últimos años 14 Simposios sobre Revisoría Fiscal en los cuales se han presentado conclusiones que convergen en la recuperación del carácter de dicha figura, replanteando su naturaleza, su sistema de elección, su papel frente al fraude y la corrupción, y el análisis conceptual de sus informes, entre otros aspectos.

2.3.2.4. Hacia una nueva concepción de la intervención del Estado en el mercado de valores

Es así como en el esquema de avance hacia una "cultura de riesgo" y por ende hacia un mercado bursátil desarrollado, donde los agentes toman decisiones responsables, corresponde evaluar las modificaciones que se requieren en el esquema de supervisión. En efecto, de una supervisión en cierto modo paternalista debe propenderse por el establecimiento de mecanismos que de un lado garanticen la información y de otro, disminuyan el papel del Estado en el cubrimiento del riesgo.

En el contexto internacional aparece con gran nitidez la necesidad de la regulación si se pretende un mercado que funcione en forma apropiada, en forma eficiente en el cumplimiento de su función básica, es decir la transferencia de recursos financieros desde los agentes superavitarios hacia los agentes deficitarios[39].

Las principales razones para la necesidad de regulación de los mercados tienen que ver con la información. Así, las normas en torno a su difusión pretenden que todos los agentes tengan la oportunidad de actuar en igualdad de condiciones en la toma de decisiones[40].

En efecto, ante la realidad de la globalización de la economía se requiere de normas mínimas especialmente sobre prácticas contables, existiendo también la necesidad de armonizarlas o establecer procesos de reconocimiento mutuo[41].

Así, se estaría cumpliendo con el papel que le corresponde al Estado, como es la promoción de la competencia y el facilitar que

39. Sobre este punto, si se quieren entrar verdaderamente en la globalización de los mercados, se imponen una serie de homologaciones o reciprocidades en relación con las normas de contabilidad, para evitar que la competencia se haga con base en factores diferentes al mejor precio o al mejor servicio. Se avanza en el estudio de este tema.

40. En el proceso de internacionalización se hace ineludible disponer de normas sobre uso de información privilegiada, que implican la obligatoriedad de no realizar transacciones, lo cual haría perder profundidad al mercado.

41. Se está en tránsito hacia la autorregulación, hacia una mayor vigilancia privada de las operaciones, hacia un régimen de autorización general para la administración de portafolios de terceros, para el establecimiento de sucursales, reformas estatutarias, asesorías por parte de los intermediarios del mercado, que facilite las transacciones bursátiles, de manera que el mercado público se convierta en un sistema de adjudicación de operaciones directamente por las bolsas.

mediante la iniciativa privada se alcancen mayores índices de eficiencia en la asignación de los recursos disponibles[42].

Se entiende que se hace necesario centrar los esfuerzos de vigilancia en donde se logre un nivel óptimo de eficiencia, siendo conscientes de que la mejor forma de promocionar el mercado es ejerciendo una adecuada supervisión. Supervisión que se debe realizar en los aspectos económicos y financieros, cambiando el esquema de la sistemática prohibición de lo que no se puede controlar, por la adecuada vigilancia que permita el desarrollo de las actividades. Se tiene desde luego presente que el mercado de valores es de interés público, tal como lo establece la Constitución Nacional.

Como bien lo aseguró el presidente Gaviria, no se concibe que el Estado sea algo al margen de la sociedad que permite que la "mano invisible" imponga sus reglas. No se concibe un Estado raquítico que permita el arbitrio del "capitalismo salvaje", así como tampoco se entiende al Estado como un interventor y organizador de todas las actividades. Se reconoce que el libre comercio hace mejor su papel que las burocracias, que la iniciativa privada es el motor del progreso y el desarrollo. Lo que se busca es que el Estado subsane las fallas, que ejerza adecuadamente su función controladora, su papel regulador, lo cual no significa entorpecedor. Debe dedicarse a lo prioritario, al cumplimiento de su función social, a garantizar la seguridad que es un ingrediente indispensable en un adecuado clima de negocios, al manejo de las relaciones internacionales, a la definición de las políticas macroeconómicas.

Es deseable entonces asegurar la ejecución de las transacciones de valores económicamente más eficientes, las condiciones de competencia justa entre agentes, y garantizar igual disponibilidad de información relacionada con precios y transacciones para todos los operadores[43 - 44].

42. Esta política hacia la autorregulación por supuesto implica el retiro del Estado, pero también se esperan mayores responsabilidades para el sector privado.

43. En relación con el uso de información privilegiada, se deben establecer normas sobre delitos de transacción con dicha información (inside trading), que tengan que ver con información no publicada, que no sea simplemente un rumor, relacionada con una o más emisiones de valores y que pueda modificar la cotización, tal como se acepta a nivel internacional. Es evidente que la realización de transacciones basadas en dicha información, puede hacer perder profundidad al mercado.

44. El Estado se "retira" pidiendo entonces como única contraprestación el suministro de información por parte de los agentes. Es importante recalcar que el mercado además de ser un importante instrumento para el desarrollo, es el termómetro de lo que sucede en la economía.

El objetivo de la intervención del Estado va dirigido así a identificar modalidades e instrumentos que, respetando la libertad de los agentes económicos conduzcan a la eficiencia y a la equidad en la asignación de los recursos, y que tengan un impacto generalizado, en un marco de sostenibilidad.

3. CONCLUSIONES

He querido detenerme en esta oportunidad a reflexionar sobre algunos puntos básicos en los cuales se nos impone una tarea inmediata, si hemos de trabajar con la concepción fundamental de que modernizar nuestra economía bajo el esquema de la internacionalización exige de un mercado de capitales cada vez más profundo y desarrollado. Tengo la certeza de que a ninguno de ustedes le es ajena la importancia de alcanzar tal logro. Por ello simplemente he querido mencionar que si bien nuestro mercado de capitales al igual que el mercado de valores, en general, y el bursátil en particular, se han desarrollado en el transcurso de las últimas décadas, tal desarrollo ha abandonado el énfasis en la fortaleza que debiera tener todo mercado de capitales dentro de cualquier economía. En cambio he querido detenerme en recalcar la necesidad de conducir el transcurso de la actividad del mercado de valores, en forma tal que él permita afianzar el ahorro y la inversión a largo plazo, dada su íntima relación con el mercado de capitales.

Entendemos que no ha sido otro el motivo de nuestra presencia aquí. Pero las diversas estrategias que he enunciado nos comprometen a unos y a otros: a las corporaciones financieras recuperando su labor de crear "capital semilla"; a los inversionistas institucionales y particulares para que medien en la labor de la constitución pública de sociedades; a los empresarios para que acudan con sus títulos al mercado de valores y hagan uso de él para enfrentar los retos que la apertura impone en materia de la exigencia creciente de recursos; a los intermediarios y a las propias empresas para que desarrollen herramientas de manejo financiero; a nosotros mismos no sólo para facilitar la entrada de las empresas al mercado de valores sino para abrirle espacio a la íntima y decisión para llevar a la práctica multitud de innovaciones de la ingeniería financiera. Es decir, para avanzar en la consecución de

un mercado profundo e "inteligente" que se adapte y atienda con facilidad las exigencias que se le imponen.

Se trata, en fin, de crear un campo de acción amplio en donde el sector privado encuentre inmensas perspectivas en un mundo pletórico de desafíos pero también de oportunidades. Un mundo en donde el Estado convive con la iniciativa privada ejerciendo su papel regulador pero no obstaculizador.

Bajo tal marco es que se concibe el proceso de desregulación cuando éste toca las puertas del ámbito financiero. Y tal reclamación es la que acompaña un verdadero proceso de globalización financiera y en general de internacionalización de una economía.

Espero que el análisis realizado durante estos tres días haya rendido los frutos que los organizadores de este evento se han propuesto. Sin perjuicio de lo que corresponde al simposio como foro académico, su mayor virtud radica en la formulación de pro- puestas concretas que el gobierno estará en disposición de atender en cuanto sean compatibles con la política económica.

Ojalá que dentro de dos años, al repasar el listado de realizaciones, el balance retrospectivo no adolezca del crónico exceso de diagnóstico que a veces caracteriza ciertos eventos. Quienes aquí estamos, tenemos, en nuestra vida diaria, una participación en el quehacer económico nacional que nos compromete a colaborar para que el ejercicio realizado durante este evento no constituya sólamente un culto a la inteligencia.

De ahí que me permita clausurar este simposio con una sencilla pero sentida invitación para seguir trabajando.