

332.6861

AS45m.

1990

Ej. 1

# APERTURA ECONOMICA Y SISTEMA FINANCIERO

FLORANGELA GOMEZ ORDOÑEZ  
EDITOR

COMPILACION DE LOS DOCUMENTOS PRESENTADOS EN EL  
XII SIMPOSIO SOBRE MERCADO DE CAPITALES  
CALI, OCTUBRE 31, NOVIEMBRE 1 y 2 DE 1990

1990  
113  
2083

MFN: 202

# I N D I C E

## SESION DE INSTALACION

### EL NUEVO ORDEN ECONOMICO: ESFUERZO Y RESPONSABILIDAD DE TODOS

*Dra. Florángela Gómez Ordóñez* ..... 12  
*Presidente de la Asociación Bancaria de Colombia*

*Palabras del Dr. Rudolf Hommes* ..... 24  
*Ministro de Hacienda*

## PRIMERA SESION

### LA APERTURA EXTERNA Y EL DESARROLLO ECONOMICO COLOMBIANO

#### I. LA APERTURA EXTERNA EN PERSPECTIVA

*Dr. José Antonio Ocampo* ..... 40  
*Asesor del Consejo Directivo de Comercio Exterior*

#### Comentario

*Dr. Jorge García García* ..... 98  
*Banco Mundial*

## SEGUNDA SESION

### LA APERTURA, LOS SECTORES PRODUCTIVOS Y EL SECTOR FINANCIERO

<b>I. APERTURA ECONOMICA Y FINANCIAMIENTO DE LA AGRICULTURA</b>	
<i>Dr. Roberto Junguito Bonnet</i> .....	108
<i>Presidente Junta Directiva Banco Sudameris</i>	
<b>II. INDUSTRIA Y REESTRUCTURACION</b>	
<i>Dr. Juan José Echavarría</i> .....	127
<i>Subdirector Fedesarrollo</i>	
<b>Comentario</b>	
<i>Dr. Julio Manuel Ayerbe</i> .....	144
<i>Presidente Corporación Financiera del Valle</i>	
<b>III. LA APERTURA EXTERNA Y LA PROMOCION DE LA INVERSION DE RIESGO EN COLOMBIA</b>	
<i>Dr. Guillermo A. Orozco H.</i> .....	152
<i>Consultor Privado</i>	
<b>Comentario</b>	
<i>Dr. José Fernando Isaza Delgado</i> .....	227
<i>Presidente Compañía Colombiana Automotriz</i>	
<b>IV. EXPERIENCIAS DE RECONVERSION INDUSTRIAL. EL CASO ESPAÑOL</b>	
<i>Pedro Sagués</i> .....	235
<i>Presidente Infoinvest S.A. España</i>	
<b>Comentario</b>	
<i>Dr. Bejamín Martínez</i> .....	250
<i>Consultor Privado</i>	

## TERCERA SESION

### EL MANEJO MACROECONOMICO, LA APERTURA DE LA ECONOMIA Y EL SECTOR FINANCIERO

#### I. MANEJO MACROECONOMICO, CRECIMIENTO Y APERTURA: CONSIDERACIONES EN TORNO DEL CASO COLOMBIANO

*Dr. Alberto Carrasquilla Barrera* ..... 258  
*Subdirector del Departamento de Regulación Monetaria Banco de la República*

##### Comentario

*Dr. Mauricio Carrizosa* ..... 311  
*Banco Mundial*

#### II. REFORMAS ESTRUCTURALES Y APERTURA EN LOS PAISES EN DESARROLLO: EL PROBLEMA DE LA SECUENCIA Y LA VELOCIDAD

*Dr. Sebastián Edwards* ..... 318

*"Henry Ford II Professor of International Business Economics"*  
*Universidad de California, Los Angeles.*

##### Comentario

*Dr. Miguel Urrutia* ..... 348  
*Director Ejecutivo Fedesarrollo*

#### III. LA REFORMA DEL ESTATUTO CAMBIARIO

*Dr. Armando Montenegro* ..... 352  
*Jefe Departamento Nacional de Planeación*

##### Comentario

*Dr. Jorge Ospina Sardi* ..... 369  
*Director de la Nota Económica*

#### IV. LA NUEVA BOLSA ESPAÑOLA: UN AÑO DE EXPERIENCIA

*Dr. Pedro Guerrero Guerrero* ..... 381  
*Presidente de la Bolsa de Madrid.*

**V. RIESGO CAMBIARIO Y FINANCIACION DEL  
COMERCIO EXTERIOR**

*Dr. Alberto Calderón Zuleta* ..... 396  
*Asesor del Ministro de Hacienda*

**VI. LA APERTURA ECONOMICA Y LAS  
OPERACIONES INTERNACIONALES DE LAS  
SUCURSALES O FILIALES DE EMPRESAS  
FINANCIERAS EN EL EXTERIOR: RETOS Y  
OPORTUNIDADES**

*Dr. Felipe Morris* ..... 413  
*Banco Mundial*

**SESION DE CLAUSURA**

**EL SISTEMA FINANCIERO ANTE LA APERTURA  
ECONOMICA**

*Dr. Francisco J. Ortega Acosta* ..... 426  
*Gerente General Banco de la República.*

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

Copyright 1990

ISBN 958-9040-18-7

**Edición:** Asociación Bancaria de Colombia

**Carátula:** HYPNOSIS Grafía

**Armada:** Carlos González Bravo

**Impresión:** Taller de Artes Gráficas de la Asociación Bancaria de Colombia

---

# ***SESION DE INSTALACION***

# **EL NUEVO ORDEN ECONOMICO: ESFUERZO Y RESPONSABILIDAD DE TODOS**

*Florángela Gómez Ordóñez*  
*Presidente*  
*Asociación Bancaria de Colombia*

**P**ara la Asociación Bancaria de Colombia es siempre una tarea estimulante y un reto de considerables proporciones organizar el Simposio sobre Mercado de Capitales. Y para mí, su Presidente hace escasamente siete semanas, una inmensa responsabilidad y un compromiso que me honra y me abruma a la vez, cuando observo esta exigente concurrencia y el vertiginoso desarrollo del nuevo orden económico nacional e internacional que enmarca el tema central de la reunión que hoy iniciamos.

Deseo, en primer término, dar una cordial bienvenida al doctor Rudolf Hommes, hoy Ministro de Hacienda y ayer dedicado investigador y fecundo colaborador de estos eventos, quien nos honra con su presencia. Igualmente, quiero agradecer la participación del Señor Gerente del Banco de la República, del Jefe del Departamento Nacional de Planeación, de los expositores extranjeros y de los destacados investigadores y analistas del gobierno y del sector privado, quienes nos acompañarán a lo largo de estos dos días de trabajo.

## **I. EL DEBATE SOBRE LA INTERNACIONALIZACION DE LA ECONOMICA**

Quizás ningún otro tema, aparte del de la Asamblea Nacional Constituyente, haya sido objeto de más debate en el país durante los últimos meses que el de la "internacionalización de la economía". Foros gremiales, congresos académicos, expertos internacionales, gestores de procesos similares en otros países, profesores nacionales y extranjeros, empresarios y medios de comunicación, todos han aportado a la discusión en una u otra forma.

Las diferencias de opiniones, obviamente, no se han centrado sobre la deseabilidad de los objetivos últimos propuestos: mayor



crecimiento económico, generación de empleo y una mejor distribución del ingreso.

Tampoco se han dirigido fundamentalmente hacia la conveniencia misma del proceso, entendido éste como todo un programa de desarrollo, llevado a cabo mediante acciones de política económica coherente, de las cuales la apertura comercial es sólo un componente, y en donde las demás políticas macroeconómicas y sectoriales, así como la modernización de la infraestructura vial, portuaria y de comunicaciones, el mejoramiento de la eficiencia de las instituciones públicas, el apoyo a la incorporación tecnológica, el suministro de recursos para la reconversión y muchas otras, juegan papel determinante.

La discusión radica esencialmente en la forma y tiempo de llevar a cabo el proceso, en el grado en que, no solamente la liberación comercial, sino todo el conjunto de medidas de apoyo se viene implementando y en los costos que se deben asumir en el corto plazo.

## II. PORQUE HAN FRACASADO ALGUNOS PROCESOS DE APERTURA

La literatura económica de la última década abunda en el análisis teórico y empírico de la política comercial externa de países en desarrollo y, aunque existen discrepancias sobre la conveniencia de la apertura, en general predominan los argumentos a favor de ella. Se reconoce así, que los procesos exitosos vividos por las economías asiáticas en las décadas de los 50, 60 y 70, caracterizados por toda suerte de intervencionismos directos, no pueden ser llevados a cabo hoy en día en razón a la presencia de regímenes democráticos y a las retaliaciones comerciales de los demás países.

Más que un recuento pormenorizado de diferentes teorías sobre el tema, parece pertinente, dado el estado actual del proceso en nuestro país, detenernos así sea muy brevemente, sobre las causas a las que han sido atribuidos los fracasos de la apertura comercial en otros países. Ellas son:

1. Las teorías sobre la liberación no son aplicables a estas economías. Esta visión pesimista, tan común en los años cincuenta y sesenta ya ha sido revaluada por la evidencia empírica de los últimos años.
2. El deterioro de la economía mundial o la presencia de shocks externos que contrarrestan los efectos del proceso.

3. La presencia de políticas macroeconómicas y sectoriales inconsistentes o no sincronizadas con el programa de apertura.

Revisemos muy rápidamente los dos últimos puntos.

### III. EL PANORAMA DE LA ECONOMIA MUNDIAL

El auge económico vivido por los países industrializados durante gran parte de la década de los 80, ha comenzado a mostrar signos de debilitamiento, situación que se ha visto agravada por la crisis del Oriente Medio.

Aunque se estima que, como consecuencia del shock petrolero, países como Japón y Alemania no verán afectada su tasa de incremento del producto en más de 2 a 3 décimas (en razón al reciente crecimiento basado en la demanda interna en el Japón y al relativo bajo consumo petrolero y el fortalecimiento del marco en Alemania), lo mismo no puede decirse de otras economías europeas como Italia o Inglaterra y menos aún de la de los Estados Unidos.

La economía americana ha experimentado ya durante cinco trimestres una tasa de crecimiento inferior al 2<sup>o</sup>/o y las expectativas para finales de 1990 y primera parte del año 91 son de crecimiento nulo o negativo, expectativas que se ven reforzadas por la crisis del Golfo y el recorte presupuestal previsto de US\$50.000 millones. Aunque la Reserva Federal podría contrarrestar tal tendencia, relajando la política monetaria, no se prevé que esté dispuesta a inducir una baja sustancial en la tasa de interés, dado que precipitaría aún más el debilitamiento del dólar.

Adicionalmente, debe tomarse en cuenta que la situación hoy parece ser bien diferente a aquella de los años 70, en que se vivió otro shock petrolero, pero que se caracterizó por un intenso proceso de reciclaje de los países productores de petróleo hacia las economías industrializadas y de éstas, a su turno, hacia los países en desarrollo, a través de flujos de crédito.

De continuar la crisis del Golfo, por lo tanto, podría esperarse un estancamiento de la economía mundial, con la consiguiente reducción de la demanda por importaciones y el fortalecimiento de las barreras a ellas. No sobra recordar que si bien el mundo industrializado ha reducido progresivamente sus aranceles, llegando a un promedio del 5<sup>o</sup>/o en la actualidad, simultáneamente ha incrementado las barreras no arancelarias, al punto que la proporción de importaciones afectadas por éstas se ha duplicado en los últimos veinte años.

Como muy positiva, en cambio, debe destacarse la reciente decisión de la Comunidad Económica Europea de eliminar para Colombia los aranceles de un conjunto de productos de exportación, que representan aproximadamente US\$800 millones, de los \$1.500 millones que el país exporta a la Comunidad.

Así pues, si bien el panorama mencionado, posiblemente, no justifique detener el proceso de apertura colombiano, sí parece prudente calibrar su desarrollo de acuerdo al desenvolvimiento de la economía mundial y, en todo caso, rodearlo de las máximas seguridades en términos de la puesta en marcha de todas las acciones de apoyo requeridas.

#### IV. LA COHERENCIA DE LA POLITICA ECONOMICA GLOBAL

Como ha sido señalado por el mismo Banco Mundial, promotor incondicional de la liberación comercial, la respuesta de la oferta en un proceso de apertura depende esencialmente de que se lleven a cabo las reformas institucionales y los desarrollos en la infraestructura necesarios para soportar dicho proceso, así como de la coherencia entre las políticas macroeconómicas.

En lo que a la apertura comercial se refiere, puede afirmarse que el proceso se encuentra en plena marcha, como se deduce del hecho de que prácticamente, todo el universo arancelario se encuentre hoy en el régimen de libre, frente a un 39<sup>o</sup>/o a comienzos del año y de que el arancel promedio haya descendido de un 27<sup>o</sup>/o a cerca de un 22<sup>o</sup>/o y la sobretasa a las importaciones del 18<sup>o</sup>/o al 13<sup>o</sup>/o. Hondas consecuencias tendrá también, en términos de desgravación, el Acuerdo de Galápagos, en el cual se fijó un período de cinco años para lograr una zona de libre comercio entre los países del Pacto Andino, para dos años más tarde llegar a la adopción de un arancel externo común.

Entre tanto, no es claro que las acciones de apoyo en materia de infraestructura se desarrollen al mismo ritmo, entre otras razones por dificultades presupuestales, como tampoco que se cuente con la disponibilidad de recursos suficientes para apoyar al sector privado en el proceso de modernización.

La parte relativa a reformas institucionales es por lo menos ya una expectativa, en la medida en que el Gobierno ha planteado una serie de importantes iniciativas, a través de los proyectos de ley que, en materia de comercio exterior, régimen de cambios, vivienda, legisla-

ción laboral y tributaria y sector financiero, han sido presentados a la actual legislatura ordinaria.

En materia de variables y política macroeconómicas, es evidente que el proceso de liberación comercial debe ir acompañado de una relativa estabilidad de precios y de una devaluación real.

Ahora bien, las cifras de precios muestran una fuerte aceleración de la inflación en el curso del presente año, tendencia que está estrechamente relacionada con el alto crecimiento de la base monetaria y, concretamente de las reservas internacionales. Este crecimiento, a su turno, tiene origen en un muy pobre comportamiento de las importaciones, consecuencia de la incertidumbre que ha generado el proceso mismo de liberación. Es necesario, por lo tanto, llevar a cabo un gran esfuerzo de información que, al reducir la incertidumbre, elimine esa fuente de expansión en el corto plazo.

La caída de las reservas, sin embargo, no puede constituir un instrumento de estabilización en el mediano y largo plazos. El papel estabilizador debe entonces ser asumido por las políticas monetaria o fiscal. Sin embargo, el objetivo no puede ser alcanzado mediante la combinación de un déficit fiscal y una política monetaria restrictiva, que contrarreste las consecuencias monetarias del déficit, toda vez que el efecto alcista sobre las tasas de interés deprime la inversión privada. El peso de la responsabilidad, por lo tanto, debe recaer sobre la política fiscal.

Infortunadamente, en el caso colombiano, el proceso de liberación comercial va en contravía de la eliminación del déficit fiscal, toda vez que los impuestos a las importaciones representan una alta proporción del recaudo (alrededor del 30<sup>o</sup>/o, cuando en países de desarrollo similar representan un promedio del 19<sup>o</sup>/o) y la desgravación trae consigo una fuerte caída de dichos impuestos.

En esas condiciones, sólo restan dos alternativas viables: incrementar los impuestos y/o reducir el gasto público. Ello explica la iniciativa propuesta por el Ministro de Hacienda en el Proyecto de Reforma Tributaria de incrementar la tasa general del IVA del 10<sup>o</sup>/o al 12<sup>o</sup>/o. En cuanto a la reducción del gasto, es claro que ésta no puede llevarse a cabo en los rubros de inversión en infraestructura considerada básica para el proceso de modernización. Se requiere, por lo tanto, un extremado nivel de selectividad en la inversión pública y, fundamentalmente, un esfuerzo descomunal en el recorte del gasto de funcionamiento.

Para concluir este aparte, es conveniente enfatizar cómo el desplazamiento de recursos de unos sectores a otros, conlleva costos que el

empresario no está dispuesto a asumir a menos que confíe en la continuidad del proceso. Y esa percepción solamente se tiene en la medida en que las políticas macroeconómicas y sectoriales sean consistentes, en que el programa goce de credibilidad.

## V. LA APERTURA ECONOMICA Y EL SECTOR FINANCIERO

Inmensa es la responsabilidad que debe asumir el sistema financiero ante el viraje de fondo en el modelo de desarrollo del país implícito en el programa de internacionalización de la economía. Responsabilidad que debe ser compartida tanto por el sector como por el Gobierno, para asegurar el apoyo efectivo del sistema a todo el proceso de internacionalización.

A los administradores del sector compete el logro de cuatro objetivos fundamentales: incrementar sustancialmente los niveles de eficiencia en la operación del negocio financiero; modernizar la estructura y la prestación de los servicios; reorientar los recursos hacia los sectores más competitivos, y redimensionar progresivamente el sector para ponerlo a tono con las crecientes necesidades de financiamiento de la economía.

El logro de estos objetivos a su turno, requiere de estrategias de fondo en materia de racionalización de costos operativos, desarrollo tecnológico, innovación en productos y servicios y refinamiento de los criterios de evaluación del riesgo. Naturalmente, también está supeditado a la obtención de una rentabilidad razonable y de un esfuerzo de capitalización importante.

Por su parte, al Gobierno le corresponde, tanto estimular la competencia dentro del mismo sector financiero, como generar las condiciones macroeconómicas de equilibrio interno y externo, que le faciliten a éste el cumplimiento de su función de canalizar crecientes volúmenes de ahorro y asignarlos eficientemente entre los diferentes sectores. Por supuesto, ello incluye el asegurar que las políticas de estabilización no interfieran con el proceso de reducción de las cargas cuasifiscales que los intermediarios soportan.

En relación con este último punto, es pertinente reiterar la necesidad de que Gobierno y sector trabajen al unísono en pro de una reducción en los márgenes de intermediación, con miras a lograr, de una parte, tasas de captación que estimulen la relación de ahorro de la economía y, de otra, tasas de colocación que promuevan la inversión productiva en el mediano y largo plazos. Si bien, los dirigentes del sector tienen una gran tarea por delante, en términos de la mejora

sustancial de la eficiencia operativa, el Gobierno deberá continuar reduciendo encajes e inversiones forzosas, toda vez que la misma Junta Monetaria ha estimado que cerca de la mitad del margen de intermediación es explicado por tales cargas.

Ahora bien, es claro que, en el corto plazo, la apertura conlleva costos de ajuste para el sistema, derivados del ajuste mismo del sector productivo. El cambio en la rentabilidad relativa de las empresas deteriora los portafolios del sector financiero, afectando su capacidad de reasignación de recursos. Entre tanto, aquellas acciones tendientes a reducir costos, tales como la simplificación de procedimientos en el trámite del comercio exterior, tienen su impacto en un mayor plazo.

Por fortuna, el sector se encuentra hoy en una posición bien diferente, en términos de rentabilidad y solvencia, a la de hace cuatro o cinco años, para enfrentar los costos del ajuste en el corto plazo y los retos del largo plazo.

La rentabilidad del patrimonio que en 1985 y 1986 fue negativa, se recuperó progresivamente hasta alcanzar en 1989 el 20.7<sup>o</sup>/o para el total del sistema y el 23.2<sup>o</sup>/o para el sector bancario. Los activos de difícil realización<sup>1</sup> pasaron de representar un 12.2<sup>o</sup>/o de los activos totales en 1985 a un 4<sup>o</sup>/o en 1989 para el total del sistema y del 14.1<sup>o</sup>/o al 5.1<sup>o</sup>/o para el sector bancario. El patrimonio, medido en pesos constantes, se incrementó en el mismo período en 174<sup>o</sup>/o y 273<sup>o</sup>/o, respectivamente<sup>2</sup>.

Este cambio radical es el resultado, tanto de importantes medidas de capitalización del Gobierno en la época de la crisis, como de acciones de política tendientes a la racionalización de encajes e inversiones forzosas y a la mejor remuneración de su rendimiento. Pero también, no puede desconocerse, es el producto de una mejor administración del sector.

## VI. EL PROYECTO DE REFORMA FINANCIERA

El Proyecto de Reforma Financiera que el Gobierno ha presentado recientemente a consideración del Congreso de la República se basa en dos argumentos principales. De un lado, un diagnóstico que gira alrededor de la ineficiencia existente en el sector, atribuida en buena parte a la falta de competencia al interior del mismo. De otro, la necesidad de apoyar el proceso de internalización de la economía con un sector financiero más eficiente, más moderno, más pujante. Con-

---

1. Deudas de dudoso recaudo + cartera vencida + bienes recibidos en pago.  
2. Revista Superintendencia Bancaria, Abril 1990.

cretamente, se pretende "lograr un mayor volumen de ahorro transferible, una asignación más eficiente del crédito, una transformación de plazos más amplia y un costo más razonable del financiamiento empresarial que estimule la inversión".

Sobre la base del mencionado diagnóstico y de los objetivos señalados, se proponen dos estrategias básicas que tienen como propósito estimular la competencia del sector y reforzar su vigilancia y control.

Respecto al tema de la competencia, son numerosas las acciones que se plantean, destacándose entre ellas las siguientes:

1. El desarrollo de nuevas actividades financieras para los intermediarios, a través del sistema de filiales. Específicamente, se autorizaría la inversión de Bancos, Corporaciones Financieras y Compañías de Financiamiento Comercial en Sociedades Fiduciarias, Fondos de Pensiones y Cesantías, Almacenes Generales de Depósito, Compañías de Leasing y Sociedades Comisionistas de Bolsa. Las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, por su parte, podrían invertir en Fiduciarias y Fondos de Pensiones y Cesantías.

Estrictamente hablando, sin embargo, no todas constituirían nuevas actividades, por cuanto algunas de ellas se desarrollan hoy dentro de los establecimientos de crédito, a través de secciones especializadas. En tales casos, por lo tanto, la propuesta se complementa con un proceso de desmonte de la actividad dentro de los establecimientos y su asunción mediante una filial.

Además, se restringe la inversión en filiales al capital y reservas de la matriz, se prohíben las operaciones activas de crédito a las filiales y se establecen otras restricciones.

2. La posibilidad de invertir en sociedades de servicios técnicos y administrativos complementarios al objeto social. Igualmente se señalan limitaciones de capital y restricciones a sus operaciones.

3. Se autoriza la creación de nuevas instituciones financieras, así como la conversión, escisión, adquisición, fusión y cesión de activos, pasivos y contratos. Respecto al capital requerido, se autoriza al Superintendente Bancario para que anualmente establezca los montos mínimos dentro de un rango que oscila entre el 4<sup>o</sup>/o y el 8<sup>o</sup>/o del capital pagado y la reserva legal de cada tipo de entidad, sin que en ningún caso puedan ser inferiores a unas cifras absolutas específicas.

Para el caso de la conversión, sin embargo, se prevé que dentro del primer año de vigencia de la ley, el Superintendente pueda fijar requisitos de capital inferiores a los previstos por la norma general.

4. Apertura a la inversión extranjera en el sector, sin límites a su participación accionaria.

5. Eliminación de algunas restricciones a las operaciones activas que realizan los diferentes tipos de intermediarios. Esta medida es apenas anunciada en la exposición de motivos del proyecto, puesto que su desarrollo se llevará a cabo a través de decretos ejecutivos.

6. Autorización para llevar a cabo "innovaciones financieras" dentro de los establecimientos de crédito y sus filiales, previo concepto favorable de la Superintendencia Bancaria.

7. Reordenamiento en las funciones de las entidades financieras con capital oficial, para lo cual se solicitan facultades extraordinarias por un período de dos años.

8. Definiciones en materia del concepto de intereses, límites legales, certificación y otros, tendientes a proporcionar un mayor grado de transparencia al mercado.

9. Prohibición a los acuerdos o convenios que restrinjan la competencia, a la competencia desleal y al uso de información privilegiada.

En cuanto al tema de la vigilancia y control se refiere, además del conjunto de autorizaciones, conceptos previos, sanciones y facultades discrecionales del Superintendente, contenidos a lo largo del articulado, se plantean dos propuestas específicas:

1. La facultad, por parte de la Superintendencia Bancaria, de dar posesión a los revisores fiscales de las entidades vigiladas, previo análisis de su idoneidad, incluso mediante pruebas efectuadas. Igualmente, "revisión" por parte de la Superintendencia del presupuesto asignado para el desempeño de las funciones de la revisoría.

2. Traslado del Ejecutivo a la Junta Monetaria de la facultad de señalar límites al valor de las operaciones activas de crédito que pueden ser realizadas con personas o grupos y facultar al Superintendente para interpretar el concepto de grupo, de acuerdo a unos lineamientos muy generales señalados en el proyecto.

Por último, como medidas complementarias, se solicitan facultades extraordinarias para expedir un estatuto orgánico del sistema financiero y para reformar la Superintendencia Bancaria. Así mismo se propone la extinción de la acción penal para las acciones previstas en el artículo 20 del Decreto 2920 de 1982, cuando tenga lugar la reparación del daño integral de los perjudicados y, siempre y cuando, no se hubiere incurrido en las mismas conductas durante los cinco años anteriores a la solicitud de este beneficio.

## VII. COMENTARIOS AL PROYECTO

En intervención realizada en la pasada Convención Bancaria, celebrada en Cartagena en Mayo de 1989, el entonces Presidente de la



Asociación Bancaria, doctor Carlos Caballero, señalaba en referencia al tema de la competencia y la eficiencia del sector financiero:

“Las alternativas que existen para lograr este propósito son claras: otorgar libertad de entrada para nuevos bancos o abrir el sector financiero a la inversión extranjera, o facilitar la conversión voluntaria de otros intermediarios en bancos comerciales. A tiempo con la adopción de cualquiera de estas opciones, debería facilitarse al máximo la competencia entre entidades, suprimiendo las restricciones legales que la impiden y colocando en posición equitativa a todas aquellas que realizan labores de intermediación de ahorro. Dentro de nuestra tradición pragmática muy probablemente terminaremos optando por una combinación de instrumentos ya que, con seguridad, ninguno de ellos, considerado en forma aislada, nos permitiría obtener, tan rápidamente como lo deseamos, el fin que se persigue”.

Esta cita refleja claramente la posición del gremio respecto a una reforma que, como la actual, apunta a los objetivos de competencia, eficiencia y modernización del sistema. Esto es, si bien el sector es consciente de que deberá asimilar un período de ajuste inicial y enfrentar un gran reto después, también lo es de que un mayor grado de competencia es saludable para él mismo, en el mediano y largo plazos, y necesario para el país, especialmente en un proceso de apertura económica como el que hoy vivimos.

Ahora bien, el hecho de concordar con la filosofía del proyecto, no significa estar de acuerdo con todos los mecanismos que se proponen para ponerla en práctica. En términos generales, son dos los grandes temas que preocupan al sector: el desarrollo de ciertas actividades a través del sistema de filiales y el alto grado de injerencia y discrecionalidad asignado a la Superintendencia Bancaria.

El tan debatido dilema banca múltiple vs. banca especializada, se resuelve en el proyecto asumiendo una posición intermedia. De un lado, se pretende favorecer el criterio de especialización al autorizar a los establecimientos de crédito para desarrollar nuevas actividades a través de filiales, incluso trasladando a nuevas filiales algunas funciones que hoy realizan directamente tales intermediarios. De otro, se anuncia la eliminación de restricciones a las operaciones activas que llevan a cabo diferentes intermediarios, con lo cual se plantea una orientación hacia la banca múltiple.

En nuestro criterio, debe tomarse más en cuenta el concepto de servicio integrado al cliente y realizarse un mejor balance entre las ventajas que conllevan las economías de escala, derivadas de la banca

múltiple, frente a las ventajas de la competencia entre un mayor número de instituciones, implícitas en el esquema de banca especializada.

Consideramos, por lo tanto, que las actividades cuya operación involucra un alto grado de economías de escala, como es el caso de las fiduciarias, deben ser llevadas a cabo directamente por los establecimientos de crédito, sin perjuicio de que también puedan ser desarrolladas por sociedades independientes, como hoy ocurre, las cuales se orientan a operaciones más especializadas dentro del mismo negocio fiduciario. En cambio, se justifica el sistema de filiales para aquellas otras actividades menos afines a la financiera y en las cuales las economías de escala no revisten mayor importancia, como es el caso de los Almacenes Generales de Depósito.

El argumento esgrimido en el Proyecto, de que la actividad fiduciaria realizada dentro del mismo establecimiento presenta conflictos de interés, no es válido para justificar la necesidad de la filial. Si bien los conflictos existen, ellos no se eliminan por el sólo hecho de trasladar las operaciones a una filial cuya propiedad es en un 90% de la matriz. Deben más bien prohibirse aquellas operaciones que implican conflicto de interés, si es necesario ampliando las previstas en el artículo 11 del Decreto 938 de 1989, y sancionar las infracciones correspondientes.

En cambio, no parece lógico desperdiciar la infraestructura física y humana con que actualmente se cuenta en 19 bancos, con una red de más de 2.800 oficinas que canalizan recursos superiores a los \$230.000 millones en sus secciones fiduciarias, 43% de los cuales se captan fuera de Bogotá.

En lo que respecta a la segunda preocupación, esto es, el papel desempeñado por el organismo de vigilancia, consideramos que el Proyecto contiene facultades regulatorias y discrecionales excesivamente amplias para el Superintendente Bancario, las cuales no se compadecen con la iniciativa, competitividad y dinamismo que deberá desarrollar el sector y que constituyen el objetivo mismo de la reforma.

Para cumplir con los postulados propuestos, el sector no puede verse sometido a tantas autorizaciones previas, adicionales a las que hoy existen, ni a disposiciones que implican coadministración, como aquella que le resta atribuciones a la Dirección de las entidades, respecto al presupuesto asignado para el ejercicio de las funciones de la revisoría fiscal, trasladándoselas al Superintendente Bancario.

Tampoco debe verse sujeto el sector al grado de incertidumbre que

supone el ejercicio de unas facultades discrecionales tan amplias, como las relativas al señalamiento, caso por caso, de qué se entiende por grupo económico para efectos de los límites a las operaciones activas de crédito, o de cuándo se configura el conflicto de intereses, la práctica de la competencia desleal o la obstrucción a la libre competencia.

Consideramos indispensable, por lo tanto, eliminar muchas de las autorizaciones previas señaladas, suprimir aquellas intervenciones que signifiquen coadministración y minimizar la potestad discrecional, mediante la definición clara de parámetros que no den lugar a interpretaciones subjetivas o particulares.

Es satisfactorio señalar cómo, tanto el Ministro de Hacienda como el Superintendente Bancario, en reuniones celebradas recientemente, se mostraron receptivos a muchas de las observaciones formuladas por el sector, admitiendo la posibilidad de introducir revisiones a temas tales como, las restricciones de inversión y operaciones de las filiales y las facultades de la Superintendencia Bancaria. Igualmente, el ponente del Proyecto en la Cámara de Representantes, doctor Saulo Arboleda, ha acogido favorablemente gran parte de nuestras inquietudes y entre sus propuestas se destaca la alternativa intermedia que plantea, para el caso de las filiales, en el sentido de poder celebrar contratos con la matriz para efectos de la utilización de la infraestructura física de esta última. No obstante lo anterior, la Asociación Bancaria insiste en su posición de no eliminar la actividad fiduciaria dentro de la estructura misma de la Banca, como quiera que la fiducia es de la esencia de la actividad bancaria.

Para terminar, permítanme expresar lo que considero el corolario global de esta intervención: los cambios en las reglas del juego, la transformación de roles y conductas tanto en la actividad pública como en la privada, la reasignación de los papeles fundamentales del Estado como orientador de la economía y árbitro de las reglas del juego y la renovación y competitividad del sector estatal y del sector privado, requieren no sólo una estrategia articulada por parte del Gobierno, sino una estrategia global entre éste y los demás agentes económicos involucrados en el proceso, para que la transición hacia el nuevo modelo de desarrollo sea ordenada y lo menos traumática posible. En otras palabras, la responsabilidad del proceso debe ser compartida, y con ese ánimo iniciamos hoy nuestras deliberaciones.

## **PALABRAS DEL DR. RUDOLF HOMMES. MINISTRO DE HACIENDA**

**E**s un honor inaugurar este Simposio sobre las posibilidades y los retos que debe enfrentar el Mercado de Capitales colombiano en el marco del programa de modernización de la economía. Claramente el papel que han desempeñado las entidades financieras y los intermediarios de valores en el proceso de desarrollo, tendrá que adecuarse a los requerimientos de una economía más dinámica y más integrada a las corrientes mundiales. Siguiendo la tradición de estos eventos, los expositores y participantes de este simposio seguramente contribuirán, como en el pasado, con aportes importantes a este proceso e ideas para renovar al sector financiero y para fomentar la competencia en el sector.

El Gobierno Nacional ha introducido una serie de cambios importantes al régimen financiero y ha presentado una reforma del sector a consideración del Congreso de la República para facilitar la evolución de los agentes del sector quienes están modificando aceleradamente su percepción sobre el negocio de intermediación, así como sobre el papel que les corresponde como fuente de apoyo para la promoción de las actividades del sector real y la apertura.

### **I. DEFICIENCIAS DEL SISTEMA FINANCIERO COLOMBIANO**

Desde las reformas de 1973 y 1974, Colombia ha venido liberalizando su sistema financiero. En dichas reformas se introdujo el entonces novedoso concepto de los rendimientos positivos del ahorro y se liberaron las tasas de interés en forma parcial. A pesar de que se realizaron hace tanto tiempo, y que durante los años que han transcurrido desde entonces ha tenido lugar un proceso de profundización financiera, el sector continúa siendo muy poco competitivo, y se encuentra lejos de ser un elemento dinamizador del desarrollo de la

economía. Su tamaño, tanto en términos de las entidades individuales como de sus posibilidades globales, resulta insuficiente frente a los requerimientos del panorama de desarrollo que se presenta en el umbral del Siglo XXI, cuando la economía tiene perspectivas de crecimiento económico a tasas de 5 y 6<sup>o</sup>/o anuales, y se prevé un desarrollo social y económico muy significativo a la vuelta del siglo.

### A. ELEVADO MARGEN DE INTERMEDIACION

Durante la mayor parte del decenio de los años ochenta el sector financiero disfrutó de libertad en las tasas de interés, sin que la mayor libertad se tradujera en mayor competencia. Los márgenes de intermediación son todavía demasiado elevados (10 puntos en promedio para el sistema bancario), y reflejan, por instituciones, el alto grado de concentración del sector y una organización muy poco competitiva. Ciertamente, a esta situación ha contribuido la carga de las inversiones forzosas, pero esta explica solamente una quinta parte del elevado margen de intermediación, mientras que la falta de competitividad explica un poco menos de la mitad del mismo, a juzgar por los patrones de participación internacionales.

Estos márgenes elevan las tasas de interés resultantes, impiden remunerar adecuadamente el ahorro y constituyen un poderoso desestímulo para la inversión productiva, que hace necesario mantener un sistema paralelo de crédito de fomento, alimentado a su vez por las inversiones forzosas que, precisamente, empujan hacia arriba las tasas de interés del crédito ordinario.

### B. SUBDESARROLLO DEL SISTEMA FINANCIERO

En los últimos cuarenta años, como resultado de la existencia de los fondos de fomento y de la prohibición que regía para los bancos hasta hace muy poco y que les impedía prestar a largo plazo, el crédito voluntario se orientó hacia préstamos de menos de un año. Por su parte, el mercado de capitales es prácticamente inexistente, en la medida en que el crédito de fomento subsidiado desplazó la financiación de la inversión a través de acciones y de bonos.

Así, el sistema de crédito dirigido ha tenido como consecuencia desalojar casi todas las formas alternativas de financiación de largo plazo, estancando el mercado de capitales y dando lugar a una costosa dependencia del sistema productivo de recursos de crédito,

dependencia que limita el crecimiento de los sectores reales, hace a las empresas muy vulnerables a los ciclos recesivos, e inhibe el desarrollo del sistema financiero.

### C. CONCENTRACION DEL MERCADO FINANCIERO

La concentración del control del mercado en el sector es evidente y ha sido fortalecida por las políticas públicas que imponen barreras de entrada y segmentan el mercado, haciendo posible la creación de nichos en los cuales pueden actuar sin competencia hasta las instituciones más pequeñas, inhibiendo de esta forma la inversión, el crecimiento institucional y la innovación. Por otra parte, existen impedimentos para que salgan del mercado las entidades en dificultades. Aunque esta característica institucional permitió sortear con éxito la crisis financiera de 1982, hace posible una situación en la cual el público no premia el mejor desempeño relativo, ya que el sector público extiende su manto protector en forma indiscriminada.

## II. UNA CRISIS FINANCIERA SUPERADA

En general las entidades del sector han superado el trauma que suscito la crisis de 1982. En efecto, la rentabilidad patrimonial del sistema bancario (sin incluir el Banco de Colombia) alcanzaba el 36<sup>o</sup>/o anual a finales de 1989. A su vez, los castigos de cartera de dudoso recaudo, en 1985 sumaba 2.7<sup>o</sup>/o de los activos productivos, en la actualidad no superan el 0.8<sup>o</sup>/o de los mismos. En forma simultánea, el sector se ha fortalecido patrimonialmente disminuyendo el apalancamiento del capital y reservas de 13 veces en 1985 a 10.5 veces en 1989.

### A. INEFICIENCIA DE COSTOS

A pesar de este resultado, un indicador clave del desempeño institucional continúa sin mostrar progreso sustancial: Se trata de los costos operacionales, que como proporción de los activos totales se ha reducido solamente de 5.0<sup>o</sup>/o en 1985 a 4.4<sup>o</sup>/o en 1989. Este nivel es el doble del estándar internacional comparable.

Es claro entonces que el sector se encuentra en condiciones de enfrentar una mayor competencia, sino retos más amplios, solamente si mejora su eficiencia y si incorpora tecnología, proceso en el cual se



está procediendo con excesiva timidez gracias a la ausencia de competencia.

## B. PROGRESO EN LOS SISTEMAS DE SUPERVISION Y CONTROL

Por otra parte, como consecuencia de la crisis de administración y de confianza de 1982, el marco de supervisión y reglamentación del sistema financiero ha progresado significativamente. En este sentido debe destacarse que las instituciones financieras, incluyendo además de los intermediarios tradicionales a las compañías de seguros y Sociedades de Leasing, entre otras, fue obligado a capitalizarse en 1989, y lo que es más importante, se igualó el tratamiento sobre requerimientos patrimoniales con el de los mercados internacionales (Acuerdo de Basilea), y se estableció a partir de 1992, la obligación de consolidar las filiales en el exterior.

Por otra parte, las entidades han mejorado considerablemente sus métodos contables, así como las prácticas de clasificación de cartera y las correspondientes a provisiones y castigos. Las reglas de diversificación del portafolio de crédito son más estrictas en la actualidad así como las que previenen operaciones con personas o entidades vinculadas. La capacidad de supervisión del gobierno también ha aumentado en forma importante, tanto por el nivel técnico de la Superintendencia Bancaria como por la efectividad de las prácticas de vigilancia y control. Por otra parte, el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras ha cumplido un papel destacado en asegurar la estabilidad del sistema y se está organizando para vender las entidades ya saneadas que están a su cargo.

## III. REFORMAS INICIALES

En el contexto de internacionalización de la economía, se ha iniciado la preparación de los agentes de los mercados de capitales y financieros, por evitar que se conviertan en un obstáculo para la apertura de la economía. En el primer caso, el consenso que existe alrededor de la necesidad de desarrollar mecanismos de financiación de la inversión, unido a modificaciones importantes en la legislación permiten esperar una recuperación de este mercado. Estas modificaciones abarcan medidas como la reforma a la tributación de los dividendos (Reforma Tributaria de 1986) y la propuesta que se le ha llevado al Congreso sobre las utilidades en ventas de acciones, la creación de mecanismos novedosos como las acciones preferenciales y el Fondo

Colombia, la flexibilización del régimen de inversión extranjera en el sector, y la posibilidad de repatriar capitales.

Con el propósito de hacer más eficiente y competitivo al sector financiero, se han tomado varias medidas que facilitan su operación, pero en particular es claro que la privatización de entidades oficiales que no cumplan actividades de carácter público, así como la posibilidad de que nuevamente exista inversión extranjera en bancos y otros intermediarios, seguramente forzarán a las entidades a mejorar su operación, a competir y a innovar, y contribuirán a aumentar el tamaño del sector. Las medidas tomadas se refieren principalmente a modernizar los esquemas de crédito dirigido, a reducir el encaje, a congelar las inversiones forzosas y a disminuir la segmentación del mercado.

#### **A. EL DESMONTE GRADUAL DEL SISTEMA DE INVERSIONES FORZOSAS Y CREDITO DIRIGIDO**

Hasta la fecha se ha realizado un importante progreso en la organización del crédito dirigido. Claramente se ha considerado que estos esquemas sólo se justifican en la medida en que existan fallas del mercado que dificulten la actividad productiva. Tal es el caso del crédito de largo plazo para los proyectos de inversión, la atención de las necesidades de crédito de los agentes pequeños del mercado y los apoyos crediticios en áreas de desastres.

Aún cuando en ninguna de estas circunstancias se requiere financiación a través de las inversiones forzosas del sistema financiero, y se ha detectado la inconveniencia de financiar programas de vivienda o gasto público con cargo a ellas, el desmonte de un esquema organizado durante décadas debe hacerse en forma paulatina.

Con este criterio en mente, se ha acudido a la reestructuración de la deuda con el sector financiero en el caso de los títulos del gobierno nacional, del ICT y del Fondo de Garantías. Todavía se mantienen los títulos que respaldan los fondos de fomento industriales y agropecuario, pero consideramos que es viable reemplazar esta inversión por la obligación de cumplir con porcentajes mínimos de cartera, que estén destinados a sectores o actividades específicos<sup>1</sup>.

#### **B. FOMENTO A TASAS DE MERCADO**

En la medida en que la financiación de este crédito depende cada

---

1. Ver Montenegro y Hommes "Una propuesta para eliminar las inversiones forzosas", Banca y Finanzas, Diciembre de 1989.



vez menos de las fuentes de inversión forzosa, y más de fuentes de mercado (entre las que se cuenta el crédito externo), se han tenido que reajustar hacia arriba sus tasas de interés, alcanzando en la actualidad niveles que reflejan lo que podría considerarse tasas de interés en un mercado competitivo. La mayoría de los créditos se otorgan hoy a tasas que superan el costo de captación de referencia (DTF), con márgenes que pueden llegar hasta 6 puntos, lo que constituye un diferencial razonablemente alto para un sistema financiero competitivo de un país en desarrollo.

### C. LA NECESIDAD DE REFORMAR

Todo lo anterior apunta en una sola dirección, ha llegado el momento de introducir en el marco reglamentario del sector reformas que permitan dinamizarlo y elevar la competencia entre las instituciones. Se trata de hacer más eficiente el sistema y permitirle que adquiera un tamaño más acorde con los objetivos de crecimiento del sector productivo y con las necesidades de reconversión que se derivan del proceso de apertura que ha emprendido esta administración. Se trata de facilitar la incorporación de innovaciones financieras y el desarrollo de un mercado de capitales, bajo un marco supervisorio efectivo.

### D. LA REFORMA CAMBIARIA

La reforma al Estatuto de Cambios que se ha presentado al Congreso de la República, vincula activamente a las entidades del sector financiero en las operaciones de cambio exterior y en el control previo de las mismas. Por otra parte, impulsa la consolidación de las relaciones del sistema financiero doméstico con la banca internacional, con el propósito de facilitar el financiamiento externo de la inversión privada y la utilización de instrumentos financieros de uso internacional, que el país aún no ha aprovechado.

Igualmente, en la medida que las entidades financieras denominen en moneda extranjera sus préstamos con cargo a líneas externas, se permitirá que el riesgo de cambio sea menor para las empresas que inviertan en la producción de bienes y servicios con destino al mercado externo. Para reducir el riesgo cambiario de los empresarios, se están estudiando mecanismos para facilitar que el sector financiero local pueda ofrecer instrumentos de cubrimiento de dicho riesgo.

## IV. LA REFORMA FINANCIERA

### A. PROMOCION DE LA COMPETENCIA

Los objetivos de política financiera de la administración actual son los siguientes: En primer lugar se desea establecer un marco regulatorio que promueva la competencia, y no que la inhíba y que contribuya a reducir las tasas de interés.

En este sentido se autorizará el ingreso de nuevos intermediarios al mercado, pero cumpliendo requisitos mínimos de capital que les permitan competir agresivamente, sin limitar el ingreso del capital extranjero. Así mismo se desvanecerá la especialización de las entidades y la segmentación del mercado. Por otra parte, se van a vender los bancos oficializados que ya están saneados, aumentando de esa manera tanto la dispersión de propietarios en el sector financiero como la competencia.

En este mismo contexto, se reducirá la participación de la banca pública a unas pocas instituciones claves, dándole un papel más definido, orientado a promover la competencia y un mejor servicio público, pero conservando el carácter de generadores de ganancia. Una vez concluido este proceso se podrán fusionar las entidades que resulten redundantes.

En segundo lugar, durante esta administración se culminará el congelamiento de las inversiones forzosas, y, dentro de las restricciones de las políticas monetaria y fiscal, se procurará disminuir el encaje nominal a los niveles internacionales, y eliminar las inversiones sustitutivas para que el encaje efectivo refleje el nominal.

En tercer lugar, es claro que los flujos de información deben mejorarse, haciendo transparente la información sobre operaciones del mercado, situación de los intermediarios y riesgo para los usuarios. Con respecto a la situación de los intermediarios, el mercado debe evaluar claramente el riesgo individual, y para esto el seguro de depósito no puede continuar siendo generoso en extremo.

Finalmente, y continuando con los esfuerzos iniciados en 1982, se procurará que el marco regulatorio y de supervisión del sistema financiero, induzca conductas prudentes y seguras por parte de los intermediarios.

Todas estas medidas permitirán remunerar mejor el ahorro y reducir los costos de la financiación de la inversión, en cuanto inducirán una reducción de los márgenes de intermediación y del nivel de las tasas de interés activas. Simultáneamente se contará con un sector

financiero de mayor tamaño, capaz de apoyar el proceso de modernización del sector productivo.

Somos conscientes de que todas las reformas planteadas son inoperantes en el marco de una política fiscal desordenada. Una reducción apreciable del déficit fiscal incrementará el volumen de ahorro interno disponible para el sector privado, y elevará las posibilidades de que los agentes privados accedan al crédito externo. En este contexto se podrá diseñar una política monetaria coherente con el espacio que requiere la inversión privada.

## B. EL PROYECTO DE LEY DE REFORMA FINANCIERA

Con el propósito de asegurar una mayor profundización del sistema financiero, el proyecto de ley que se le presentó al Congreso autoriza a los bancos, las corporaciones financieras y las compañías de financiamiento comercial para participar en el capital de sociedades fiduciarias, de arrendamiento financiero y leasing, comisionistas de bolsa, almacenes generales de depósito y sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías; así como a las corporaciones de vivienda para hacerlo respecto de sociedades fiduciarias y de fondos de pensiones y cesantías exclusivamente.

Para evitar los conflictos de intereses que puedan surgir de estas nuevas operaciones, el proyecto reglamenta la inversión y la operación de las sociedades filiales con arreglo a estrictos principios de ortodoxia financiera.

Paralelo al proceso de apertura emprendido por el Gobierno Nacional, es de esperar un proceso de innovación al cual se someterán los mercados financieros en las próximas décadas. Así, es fundamental que dicho proceso no se vea acompañado de un crecimiento irracional de los sujetos actuantes que conduzca a una atomización inconveniente del sistema perdiéndose las ventajas resultantes de las economías de escala. Por este motivo se prevé autorizar operaciones y servicios financieros novedosos por parte de los establecimientos de crédito.

La política de libertad de entrada al sistema financiero se hace explícita a través de la fijación periódica, por parte de la Superintendencia Bancaria, de niveles mínimos de capital para la creación de instituciones que deberán ajustarse a unos montos que oscilen entre el 40% y el 80% del capital y la reserva legal agregados por intermediario, garantizando que las nuevas instituciones tengan un tamaño importante, contribuyendo así a desarrollar un mayor ambiente competitivo.

De otra parte, bajo la perspectiva de eliminar fronteras artificiales en las operaciones de los intermediarios financieros y estimular la competencia entre estos agentes, se regulará por primera vez en la legislación colombiana, la conversión de instituciones financieras.

La presencia del estado en el sector financiero debe contribuir a asegurar la prestación de servicios financieros en condiciones congruentes con la política económica respectiva. Para que este objetivo se pueda cumplir a cabalidad es imperativo modernizar, reorientar y racionalizar el andamiaje institucional existente. Para este efecto se le ha pedido facultades al Congreso, a fin de reorganizar a los bancos públicos.

Finalmente, bajo la consideración de que la supervisión estatal y el ejercicio de un adecuado control al interior de las empresas permiten el desarrollo de mercados financieros eficientes y, en general, facilitan su dinamismo, se ha contemplado, un capítulo destinado a reglamentar las actividades de inspección, control y vigilancia.

El proyecto incluye disposiciones complementarias que pretenden lograr una mayor transparencia de las operaciones financieras, mediante el diseño de un marco teórico consistente para el régimen de intereses, que permita dar claridad a diversos aspectos de la remuneración de capital en nuestro país.

Así mismo, con el propósito de promover la competencia en el sistema, el proyecto recoge los principales postulados de la ley anti-monopolios expedida en 1959 y prohíbe los acuerdos, las decisiones y las prácticas que vayan en contra de una competencia libre así como las que estimulen la competencia desleal.

## V. INTERVENCION DE LA SUPERINTENDENCIA BANCARIA EN EL CONTEXTO DEL NUEVO REGIMEN

En el proyecto de ley sobre la reforma financiera están contenidas numerosas disposiciones que aluden a funciones de la Junta Monetaria, la Superintendencia Bancaria y la Comisión Nacional de Valores. Quisiera comentar con algún detalle el alcance de las nuevas facultades que se le asignan a la autoridad de supervisión de nuestro país.

Aunque nuestras principales instituciones financieras fueron en un principio el producto de una regulación legal fundamentada básicamente en modelos extranjeros, de todos modos ha evolucionado dentro del marco de las instituciones jurídicas y políticas de nuestro país. Tal es el caso de la Superintendencia Bancaria como entidad de control y vigilancia del sistema financiero.

En efecto, las facultades otorgadas desde hace muchos años a esta entidad le otorgan un amplio grado de discrecionalidad en muchos aspectos, reflejo de una autonomía quizá más característica de los países anglosajones, pero también más conformes con la variabilidad y dinámica del negocio financiero. Por el contrario, nuestras instituciones jurídicas, en particular las que fundamentan nuestro derecho administrativo, corresponden primordialmente a las enseñanzas del derecho francés, uno de cuyos parámetros básicos consiste en la tipicidad de las funciones y prerrogativas de las autoridades; aunque haya sido incorporado a las teorías del acto administrativo, es claro que el acto discrecional no deja de ser poco menos que una figura extraña y difícil de integrar dentro del derecho público colombiano.

En todo caso, las amplias funciones de la Superintendencia Bancaria se han ido desarrollando dentro de la permanente variación del escenario financiero, profundizando en su conocimiento y en su regulación. Pero al mismo tiempo, ese grado de desarrollo que han alcanzado permite introducir en la actualidad normas mucho más precisas sobre el alcance de esas facultades, con el objeto de regular los límites de esas competencias y fijarle propósitos más concretos.

De esta forma, el ejercicio de facultades inicialmente muy extensas puede ser ahora objeto de regulación legal a fin de concretar la competencia de la Superintendencia Bancaria, fijarle objetivos más precisos y, por ende, permitir a los particulares una mejor defensa de sus intereses.

Las ideas enunciadas son las que han orientado al Gobierno Nacional para proponer al Congreso muchas de aquellas disposiciones del Proyecto de Ley de Reforma Financiera que aluden a facultades de la Superintendencia Bancaria. No se trata en la mayoría de los casos de darle a este organismo un mayor campo de acción del que ya posee; tampoco lo es el de someter a incertidumbre a las instituciones financieras acerca de mayores o más complejas regulaciones. De hecho, es claro que dentro de la estructura jurídico-política del país resulta más adecuado que las facultades de las autoridades de control y vigilancia estén adecuadamente tipificadas, de modo que los particulares sepan a qué atenerse sobre la forma en que dichas autoridades pueden ejercer su función respecto de la actividad financiera. En otras palabras, en la medida en que la Ley directamente concreta el alcance de la función de supervisión, el sector financiero queda sometido a reglas públicas, mucho más claras y sujetas al debate propio del Congreso de la República.

## VI. MODERNIZACION DE LA INDUSTRIA ASEGURADORA

Dentro de las estrategias que se han diseñado para llevar adelante el proceso de apertura de la economía, la industria aseguradora ocupa un lugar preeminente, ya que constituye el mecanismo por excelencia para distribuir los riesgos a que están sujetas las demás actividades, y es un instrumento básico en el desarrollo del mercado de capitales.

A medida que la economía se desarrolle más, la industria aseguradora deberá tener una estructura apropiada en términos de solidez y capacidad operativa que garanticen los riesgos de los agentes participantes en el proceso económico.

A pesar de lo anterior, la industria aseguradora se descapitalizó en la medida en que no existían requisitos de capital mínimo, y por contar durante varios años con un restrictivo régimen de inversiones forzosas.

En consecuencia, en 1988 el Gobierno Nacional inició un proceso de modernización del sector asegurador, que aspiramos culminar con la expedición del proyecto de ley que busca dotar a la industria de las herramientas que le permitan enfrentar el reto a la apertura.

En primer lugar, se busca un mercado de seguros abierto y competitivo, donde los agentes desarrollen procesos de eficiencia y especialización, que les permitan obtener ventajas comparativas y racionalizar los costos de seguros. Ello significa un giro radical en la estructura tradicional de la industria del seguro, la cual ha estado en el pasado sometida a la protección del Estado. Esto dio lugar a un mercado muy poco competitivo en el que las compañías diseñaban productos únicos que vendían a un precio uniforme, generalmente elevado.

El proyecto de reforma abre espacio a la libertad de precios en materia de seguro, lo que induce a pensar que aquellos que han venido determinándose de manera artificial, se ajusten, a sus montos reales, como ha ocurrido en todos los países donde la apertura del sector asegurador ha significado disminuciones importantes de precios para los consumidores.

El segundo aspecto se relaciona con la exigencia de capitales adecuados a través de un esquema dinámico denominado "margen de solvencia", a partir del cual se garantiza la capitalización dinámica del sector en el futuro ya que cada aseguradora debe contar con un patrimonio directamente proporcional al volumen de sus negocios.

El tercer aspecto, complementario del anterior, se refiere al régimen de inversiones de las compañías del sector. En este frente se eliminan

las inversiones forzosas en títulos del ICT y se amplían las alternativas admisibles de inversión para las aseguradoras. Con esto se busca estimular y fortalecer el mercado de capitales y racionalizar los precios de los seguros, pues es indudable que en su determinación ha pesado el costo de las inversiones forzosas.

Finalmente, el nuevo entorno propende por la defensa del asegurado, eliminando la inveterada práctica de la letra menuda y la dilación injustificada para el pago de los siniestros.

## VII. EL SECTOR FINANCIERO DEL FUTURO

Si bien es cierto que el mayor ritmo de crecimiento de la economía permitirá aumentar la generación de ahorro interno, la brecha entre éste y los mayores requerimientos de inversión, exige un proceso más rápido de profundización financiera y un mayor dinamismo de las operaciones del mercado de capitales.

Le estamos dando a los agentes de estos mercados los medios y el entorno favorable que requieren para movilizar los recursos y para enfrentar el reto de financiar la reestructuración del sector productivo. Claramente el programa de modernización no tendrá éxito si los intermediarios financieros no responden a estos retos.

Sin embargo, la competencia obligará a los intermediarios no sólo a ser eficientes y cobrar menores márgenes de intermediación, sino a desarrollar y ofrecer al sector productivo instrumentos novedosos y toda clase de alternativas de financiación.

En forma paralela, los agentes tendrán que modificar sus patrones de evaluación del riesgo, ante los profundos cambios que el proceso de apertura introduce en las posibilidades y el desempeño de los distintos sectores.

Se va a aprovechar el proyecto de ley de Reforma Financiera para pedirle al Congreso que defina bien qué tipo de institución se desea para el futuro: nuestra posición es que para que exista mayor competencia debe permitirse que los bancos comerciales continúen prestando a largo plazo y que intervengan más activamente en la financiación de proyectos de inversión; adicionalmente los bancos comerciales podrán invertir en las compañías filiales que se definen en el proyecto de ley, pero de ninguna manera se permitirá que inviertan en recursos de empresas de los sectores productivos, de comercio, o de servicios distintos a los que taxativamente se definen en el proyecto de ley (o sea con empresas comisionistas de bolsa, de

leasing, sociedades fiduciarias, o en empresas tales como las administradoras de cajeros automáticos o transporte de valores). Finalmente, también podrán invertir en las corporaciones financieras y en las corporaciones de ahorro y vivienda.

Sería deseable también que las corporaciones de ahorro y vivienda pudieran prestar para financiar inversión de largo plazo a sectores distintos al de la construcción, siempre y cuando las operaciones estén respaldadas por garantía hipotecaria. De esta manera se vincularía el sistema UPAC a la financiación de la inversión para lo cual es idóneo, y se diversificaría la cartera de los CAVs. En forma complementaria, podría permitírsele a los bancos prestar a largo plazo para vivienda a través de sus secciones hipotecarias.

En cuanto a las compañías de financiamiento comercial, lo ideal sería que se fusionaran muchas de ellas y se convirtieran, en esa forma, en bancos comerciales medianos orientados a facilitar el consumo. Esto sería recomendable puesto que deben adaptarse a un ambiente de mayor competencia y libertad como el que se desea promover con el proyecto de ley.

Así, el sistema financiero que se prevé para un futuro próximo tendrá bancos comerciales más fuertes, activos y más libres; corporaciones financieras más flexibles y corporaciones de ahorro y vivienda más comprometidas con la inversión productiva. Las compañías de financiamiento comercial tendrán que fortalecerse, fusionarse, y probablemente invertir en tecnología y servicios para poder competir con éxito en este nuevo ambiente de menor protección a través de la reglamentación.

## VIII. EL ENTORNO MACROECONOMICO

Para finalizar deseo reiterar que los objetivos que se han fijado para el desarrollo del sector financiero son posibles solamente en un ambiente macroeconómico propicio para el progreso del mercado financiero.

Precisamente, la política macroeconómica y financiera del gobierno para los próximos cuatro años tiene esta característica: el programa oficial concede mucho espacio al crecimiento del crédito para el sector privado, como inversionista, tanto en lo que concierne al crédito internacional como al doméstico.

En efecto, el programa de endeudamiento internacional prevé que el sector público canalice amplios recursos de la banca multilateral hacia el sector privado colombiano, a través de crédito para la recon-



versión industrial, para inversión en el sector agropecuario y para la industria exportadora. Adicionalmente, dicho programa contempla que el sector privado utilice más ampliamente el crédito comercial externo, ya que la participación del sector público en dicho crédito va a disminuir gradualmente, pero en forma continua.

Esto se logrará mediante la disminución del déficit fiscal que pasaría de 1.90% del PIB en 1990 a 1.150% en 1991, para llegar al equilibrio fiscal en 1993-94. Este ajuste contribuirá además a la disminución de la inflación a niveles entre 100% y 150% para 1994. Se reducirá así la incertidumbre que los elevados y oscilantes precios generan al proceso de inversión.

Este esfuerzo del gobierno es su mayor contribución al proceso de reestructuración del aparato productivo nacional y de la inversión privada. Sin embargo, esto le impone una gran responsabilidad al sector financiero, quien debe canalizar al sector productivo los recursos que liberará el sector público.

Estas decisiones macroeconómicas y financieras le dejan espacio al sector privado, y permiten estimular la inversión. El éxito del programa depende entonces del sector privado. Como por fin ya se abrió la economía, el futuro queda en manos de los inversionistas y de los exportadores.

---

***PRIMERA SESION***

***LA APERTURA EXTERNA Y EL  
DESARROLLO ECONOMICO  
COLOMBIANO***

# LA APERTURA EXTERNA EN PERSPECTIVA

*José Antonio Ocampo\**

## I. INTRODUCCION

**E**l consenso en torno al agotamiento del proceso de sustitución de importaciones y la necesidad de sustituir o al menos complementar dicho proceso con un crecimiento dinámico de las exportaciones no es nuevo en Colombia. Se remonta al menos a fines de la década del sesenta. Más aún, en contra de lo que se afirma a menudo, un consenso similar existió en muchos otros países de la región desde aquella época y aún en centros de pensamiento que hoy en día se consideran como los baluartes del modelo sustitutivo<sup>1</sup>.

En la coyuntura actual, este tema ha revivido en Colombia y en América Latina con un vigor especial. La razón debe buscarse en tres causas diferentes. En primer término, la crítica al proteccionismo coincide ahora con una crítica global al excesivo intervencionismo estatal y, en términos, más generales, con una crisis del Estado que alcanza dimensiones universales. En segundo lugar, aunque existe todavía una gran incertidumbre sobre los resultados de negociaciones internacionales en curso y el efecto que tendrá la corrección de los fuertes desequilibrios que caracterizan la economía mundial, las visiones más pesimistas en torno a la evolución de la economía mundial han sido derrotadas por los hechos. Por último, la prolongación

---

\* Asesor del Consejo Directivo de Comercio Exterior. Las interpretaciones y opiniones expresadas en este trabajo representan puntos de vista personales del autor y no compromete, por lo tanto, a ninguno de los miembros del Consejo.

1. Véase, por ejemplo, Prebisch, 1964.

inmoderada de la crisis latinoamericana de la deuda ha terminado confiriendo al Banco Mundial y a los procesos de ajuste estructural un papel crecientemente protagónico en las soluciones que se han venido planteando desde el Norte y que han venido adoptando la mayor parte de los países de la región, en una carrera casi febril. En un contexto como el anotado, la apertura de nuestra economía se plantea con señales crecientes de urgencia. El país corre, en efecto, el peligro de quedarse rezagado en un proceso de dimensiones universales.

Este trabajo resume y analiza el actual proceso de apertura de la economía colombiana en perspectiva histórica. Se divide en cinco partes, la primera de las cuales es esta introducción. La segunda considera algunas características del proceso colombiano de industrialización y la forma como se desarrollaron los instrumentos de protección en nuestro país. La tercera resume brevemente los argumentos en favor y en contra de la liberación comercial, referidos al caso colombiano. La cuarta revisa brevemente los procesos de apertura que ha tenido el país desde mediados de la década del sesenta. Finalmente, la quinta sección presenta y analiza con mayor detalle los antecedentes y características del proceso de apertura en curso.

El trabajo postula dos hipótesis básicas. La primera de ellas indica que el actual proceso de apertura no puede defenderse en función del fracaso de modelos anteriores, ya que tanto el modelo puramente sustitutivo que tuvo el país entre las décadas del treinta y el cincuenta, como el modelo "mixto" de sustitución de importaciones y promoción de exportaciones que le sucedió, cumplieron su papel en períodos históricos determinados. El nuevo modelo debe defenderse, más bien, en función de circunstancias actuales del país e incluso de las posibilidades que ofrece hoy en día la economía del país, gracias a logros alcanzados en fases anteriores del desarrollo. La segunda hipótesis indica que, al menos en las condiciones colombianas, las virtudes del gradualismo y la selectividad son evidentes. Este punto de vista se justifica, no sólo por razones teóricas, sino también por la experiencia de Colombia y otros países en vías de desarrollo con procesos anteriores de liberación.

## II. UNA BREVE MIRADA RETROSPECTIVA

Una mirada cuidadosa a la historia económica colombiana indica que los excesos del proteccionismo y de la sustitución de importa-

ciones fueron menores en nuestro país que en naciones de igual o mayor tamaño de la región. Este hecho se puede corroborar, en primer término, a través de un análisis de la historia industrial colombiana. En efecto, la rápida industrialización que tuvo el país entre los años treinta y comienzos de los sesentas fue en gran medida la compensación del gran atraso de la industria manufacturera al final de la fase de "desarrollo hacia a fuera" que culminó en los años veinte (Londoño, 1989). La reversión de este atraso inicial, en el marco del apoyo que proporcionaba el Estado, fue la causa fundamental del rápido crecimiento industrial durante la "edad de oro" de la sustitución de importaciones en Colombia, las décadas del treinta al cincuenta.

El atraso inicial estuvo determinado por razones fundamentalmente geográficas, ya que la fragmentación del mercado implicó que el país quedó al margen de los primeros esfuerzos de industrialización que se llevaron a cabo en América Latina desde fines del siglo XIX. Las primeras inversiones en infraestructura de transportes tendieron inicialmente a acentuar aún más esta fragmentación, ya que se orientaron a articular las distintas regiones del país con los mercados mundiales. Fue sólo en forma tardía —a fines de los años veinte— cuando, como resultado de la extensión de las distintas vías existentes, el país dispuso por primera vez de una mínima integración a través de una red (heterogénea) de transportes modernos. A partir de este momento, la interacción entre la integración del mercado interno y la producción manufacturera, y los encadenamientos hacia atrás que caracterizan el proceso de industrialización, desempeñaron el papel decisivo en el proceso colombiano de industrialización (Ocampo, 1990a).

Por otra parte, los estudios existentes indican que el proceso de industrialización no se profundizó en forma anormal hacia las ramas "tardías" de la producción manufacturera —particularmente aquellas productoras de bienes de capital— que, más bien, tendieron a quedarse rezagadas en relación con otros países de igual tamaño y nivel de desarrollo. Por este motivo, las comparaciones internacionales indican que el país mantuvo una estructura similar en muchos aspectos a la de las pequeñas economías exportadoras de productos primarios, más que a la de los países grandes con modelos plenamente desarrollados de sustitución de importaciones (véase, al respecto, Echavarría *et al.*, 1983, Chenery *et al.*, 1986, y Syrquin, 1987).

La afirmación que sirve de punto de partida a esta sección del trabajo se puede corroborar igualmente a través de un estudio cuidadoso

de la historia de la protección en Colombia. Este análisis indica que el país nunca desarrolló plenamente los instrumentos típicos de una política fuertemente sustitutiva. En efecto, el arancel sólo vino a tener las características típicas de un sistema proteccionista en forma relativamente tardía, gracia a las reformas de 1959 y 1964<sup>2</sup>. Entonces, protegió en gran medida lo existente, es decir las industrias tradicionales de bienes de consumo. Esta estructura, mediante la cual se otorga una protección muy alta a la producción de estos bienes, tanto duraderos como no duraderos, y baja a ciertas ramas de bienes intermedios y de capital, se alteró poco con posterioridad, pese a la sucesión de reformas comerciales en los años setenta y ochenta (Martínez, 1986).

Este hecho explica el excesivo peso que recayó sobre el sistema de licencias de importación y, en particular, sobre el criterio de producción nacional en la asignación de los permisos de importación, que se convirtió, a partir de cierto momento, en el instrumento fundamental para promover nuevas industrias de sustitución de importaciones. Sin embargo, el uso de este criterio ha sido variable a lo largo del ciclo externo, generando incertidumbre a las empresas establecidas en las nuevas ramas de la industria. De hecho, durante los períodos de escasez de divisas, el sistema de asignación de licencias ha tendido a favorecer las importaciones de bienes intermedios y, en menor medida, de capital, restringiendo los efectos potenciales del uso de dicho instrumento para el desarrollo de las ramas industriales respectivas (Díaz-Alejandro, 1976, Cap. 5; Villar, 1985).

Así las cosas, la producción de bienes de consumo ha estado protegida a través de aranceles muy elevados y de una virtual prohibición de importaciones, quedando sólo sujeta a la competencia externa a través del contrabando y de esporádicos procesos de apertura durante años de abundancia de divisas. En estas condiciones, las ramas correspondientes se tornaron desde muy temprano en productoras de bienes cuyos precios domésticos se fijan de acuerdo con las características que la literatura teórica asigna a sectores de bienes y servicios que no se comercializan internacionalmente. Varios estudios han

---

2. Martínez, 1986. Las reformas de 1931 y 1950 fueron también proteccionistas en su concepción aunque, curiosamente, menos que la de 1905. Todas ellas mantuvieron, sin embargo, un sistema basado en derechos específicos, lo cual las expuso a una rápida erosión de su efecto protector, como consecuencia de las presiones inflacionarias casi permanentes que ha experimentado la economía colombiana. Véanse, al respecto, Ocampo y Montenegro, 1984, Caps. 4 y 5; Martínez, 1986; y Díaz-Alejandro, 1976, Cap. 4.

GRAFICO 1.A  
INDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL DE IMPORTACIONES

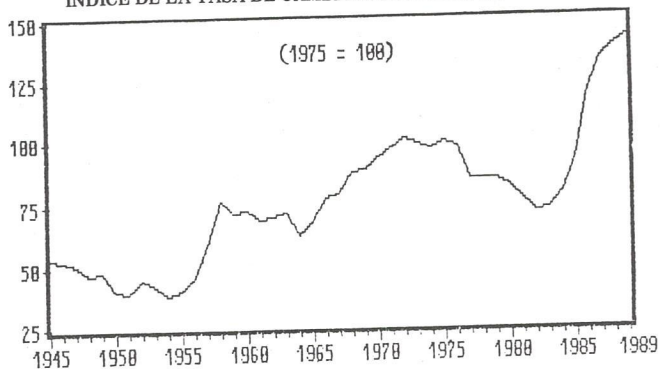


GRAFICO 1.B  
PRECIOS INDUSTRIALES EN US\$  
IPM COLOMBIA VS INTERNACIONALES

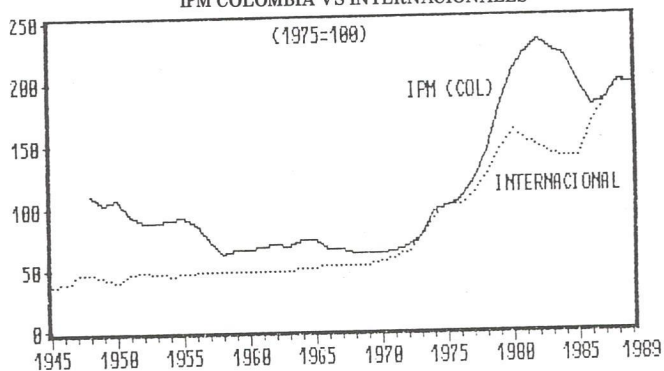
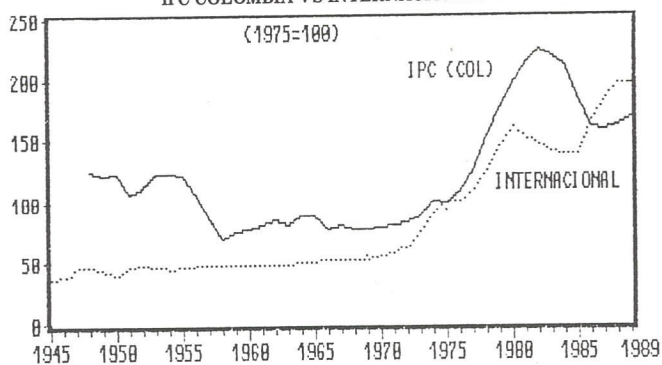


GRAFICO 1.C  
PRECIOS AL POR MENOR EN US\$  
IPC COLOMBIA VS INTERNACIONALES



mostrado, en efecto, la estrecha relación que existe entre los precios de las manufacturas y los costos de producción y, en cambio, la relativa independencia de los primeros de la evolución de indicadores de protección (véase, por ejemplo, Ocampo, 1989a).

El Gráfico No. 1 muestra que los precios de los bienes de consumo tradicionales, medidos en dólares, siguen, en efecto, el patrón que la literatura teórica asigna a los bienes no comercializables: es decir, la tendencia a moverse en sentido inverso a la tasa de cambio real. Esto ha implicado que la excesiva protección arancelaria y para-arancelaria que han recibido estos sectores ha sido utilizada en forma variable, en función de los movimientos del tipo de cambio. Durante los períodos en los cuales el tipo de cambio ha estado sobrevaluado, la protección efectiva realmente utilizada puede haber sido considerable, pero ésta se ha tornado redundante cuando la tasa de cambio se acerca en un nivel de equilibrio. Esto es lo que indica, en efecto, el estudio de Hutchenson (1973) para fines de la década de los sesenta y puede ser cierto en la actualidad<sup>3</sup>. La existencia de un activo contrabando de importación ha jugado también un papel regulador, impidiendo que la industria nacional de bienes de consumo utilice los excesivos márgenes de protección con los cuales cuenta teóricamente. Según veremos más adelante, el comportamiento anotado de los precios de la industria tradicional ha permitido una respuesta dinámica de las exportaciones de dichos sectores ante los incentivos generados por una tasa de cambio competitiva.

Pese a la protección otorgada a las nuevas ramas de sustitución de importaciones a través del régimen de licencias, éstas no se desarrollaron plenamente en relación con otras economías de igual tamaño y nivel de desarrollo, según lo indican las comparaciones internaciona-

---

3. Una observación casual indica que, a la tasa de cambio vigente, los precios de la mayoría de los bienes de consumo, medidos en moneda extranjera, están en niveles comparables o inferiores a los extranjeros. Esto indica que los márgenes de protección realmente utilizados por la industria tradicional pueden ser muy inferiores a aquellos que establece el actual régimen arancelario. Desafortunadamente, no existen cálculos globales que corroboren esta apreciación. Con datos para 1983 (un año de sobrevaluación del tipo de cambio), Fernández *et al.* (1985) encontraron que, para un conjunto de bienes para los cuales se habían establecido restricciones severas a las importaciones, los precios al por mayor en el país excedían los de importación por un margen superior a la protección arancelaria. Sin embargo, los autores no hicieron los ajustes necesarios por la diferencia en los márgenes comerciales incorporados en uno y otro precio e incluyeron en sus estudios pocos artículos provenientes de la industria tradicional. Más recientemente, algunos estimativos no publicados del Banco de la República indican que los sobreprecios domésticos eran muy inferiores en 1988-1989 a los aranceles nominales para alimentos (8 de sobreprecio vs. 53% de arancel, incluida la sobretasa), productos de papel (3 vs. 59%) y drogas (-25 vs. 38%) y similares en el caso de los repuestos de carro (37 vs. 43%).



les mencionadas anteriormente. Este hecho puede explicarse en parte por la ausencia de los mecanismos complementarios que caracterizan una política plenamente desarrollada de sustitución de importaciones. En particular, a diferencia de otros países con un enfoque similar del desarrollo, el gobierno colombiano participó sólo en forma secundaria en la creación de nuevas empresas industriales y nunca adoptó una política agresiva de compras nacionales por parte del Estado. En el caso del sector manufacturero, ha carecido, además, de una política de desarrollo tecnológico. Este hecho tiene, además, su paralelo en la escasa labor que en tal sentido realizan las empresas industriales en Colombia<sup>4</sup>.

Otros instrumentos complementarios de la política sustitutiva se desmontaron, además, en forma temprana o nunca funcionaron adecuadamente. Entre los primeros se destaca las entidades financieras orientadas a canalizar capital de riesgo hacia la industria manufacturera. Estas entidades —las corporaciones financieras— fueron creadas en los años sesenta, pero su función inicial se marchitó poco después, al transformarse cada vez más en meros intermediarios crediticios. Entre los segundos deben mencionarse, en particular, los programas sectoriales de desarrollo industrial del Grupo Andino que, poco después de diseñados, entraron en un proceso de desdén e incumplimiento por parte de los miembros del pacto subregional.

Por otra parte, siguiendo una tradición que se remonta a las medidas adoptadas a comienzos del siglo por el General Reyes, los instrumentos de protección se utilizaron, no sólo para promover nuevas ramas industriales, sino también agropecuarias. De hecho, de acuerdo con algunos analistas (véase, por ejemplo, el sugestivo ensayo de Gómez Buendía, 1976), la fuerte influencia de intereses agrarios en la política colombiana impidió la adopción de una política fuertemente industrialista en Colombia. La protección de algunas ramas agrícolas ha sido un elemento de continuidad hasta nuestros días y na tendido a acentuarse durante las fases de depresión de los precios internacionales de las materias primas (véase, al respecto, Perfetti y Rueda, 1990). Algunos productos del sector agropecuario que recibieron una protección sustancial en las primeras etapas de su desarro-

---

4. En una reciente investigación, se encontró que sólo 3 de 50 grandes empresas industriales llevan a cabo algún esfuerzo de investigación y desarrollo. Estas tres empresas son multinacionales y sus labores investigativas se han dirigido a sustituir materias primas importadas por nacionales. Véase Echavarría, 1990.

llo (azúcar y algodón) hicieron incluso el tránsito exitoso a la exportación.

Para evitar los sesgos en contra de la agricultura, la protección ha tendido a ser, además, relativamente baja para las actividades manufactureras que producen bienes intermedios y de capital destinados al agro (véase, al respecto, los Cuadros 13 y 14 más adelante). En cualquier caso, en una economía cuya ventajas comparativas originales estaban claramente en actividades agrícolas, el grueso de la protección terminó favoreciendo al sector industrial. No obstante, más que la estructura de protección, el sesgo más importante en contra de las actividades agrícolas ha sido el mantenimiento de un tipo de cambio inferior al equilibrio de largo plazo, particularmente durante los años de altos precios internacionales del café<sup>5</sup>.

Si el país nunca se adentró en una política sustitutiva a ultranza hizo, en cambio, una transición temprana hacia un modelo "mixto", que combinaba la sustitución de importaciones con la promoción de exportaciones. La expedición del estatuto cambiario en 1967 ha sido visualizada como el punto de transición hacia este nuevo modelo. Sin embargo, sus orígenes son muy anteriores. En efecto, según lo indica el Cuadro 1, las exportaciones no tradicionales, tanto agropecuarias como industriales, venían experimentando un crecimiento notorio desde fines de los años cincuenta y comienzos de los sesenta. Este hecho se apoyó en el fuerte efecto real de la devaluación de 1957-1958 (véase, al respecto, el Gráfico No. 1), y en el desarrollo temprano de varios instrumentos de promoción de exportaciones: la tasa de cambio diferencial para las exportaciones menores (establecida por primera vez en 1948), el Plan Vallejo (1957), los beneficios tributarios para las empresas exportadoras (1960) y las primeras formas de crédito de fomento (1963). Más que crear un nuevo sistema de fomento a las nuevas exportaciones, el Decreto Ley 444 vino, más bien, a consolidar y, sobre todo, a darle estabilidad a los incentivos existentes (Díaz-Alejandro, 1976, Cap. 2).

La experiencia colombiana con este modelo "mixto" mostró que, en los límites dentro los cuales se ha movido el país, era posible un

---

5. Véase al respecto García (1981) y Thomas (1986). Estos autores otorgan al régimen comercial por ser un sesgo en contra de las actividades agrícolas, que no resulta muy válido a la luz de las consideraciones anteriores. En cualquier caso, el grueso del sesgo anti-agrario ha recaído sobre el sector cafetero. Dada la alta participación del país en la producción mundial del grano y los largos períodos en los cuales el mercado internacional del grano ha estado sujeto a un régimen de cuotas, las exportaciones del grano deberían haber estado sujetas en Colombia a impuestos óptimos de exportación.

CUADRO No. 1  
EXPORTACIONES MENORES REALES  
(1970-74 = 100)

AÑOS	A. INDICES DE QUANTUM			B. CUENTAS NACIONALES		
	AGROPECUARIAS NO CAFETERAS	MANUFACTURAS	MENORES	AGROPECUARIAS	MANUFACTURAS	MENORES
1940-42	5.07					
1943-45	4.93					
1946-48	8.30					
1949-51	14.37					
1952-54	13.47					
1955-57	16.89					
1958-60	17.52	5.24	14.86			
1961-63	34.47	9.29	20.41			
1964-66	44.42	24.93	33.54	48.7	39.4	44.4
1967-69	79.42	38.42	56.52	74.6	48.7	62.7
1970-72	102.28	66.21	82.14	100.0	75.0	88.5
1973-75	112.07	140.85	128.14	115.4	144.9	129.0
1976-78	123.18	167.74	148.06	129.8	194.6	159.7
1979-81	141.45	206.09	177.55	147.1	197.2	170.2
1982-84	143.15	154.81	149.66	132.7	136.3	134.4
1985-86	167.66	205.99	189.05	145.6	180.9	161.9
1987-88				143.0	240.4	187.8

1/. 1965-66 en datos del DANE

FUENTES: A. Ocampo (1989)  
B. Cuentas Nacionales del DANE

crecimiento dinámico de las exportaciones sin desmontar los instrumentos tradicionales de protección. El requisito esencial era una tasa de cambio realista. Este hecho quedó demostrado por primera vez durante los años sesenta y el primer lustro de los setenta y, según veremos en la parte V de este trabajo, ha quedado demostrado nuevamente a partir de 1985. Las razones teóricas de este resultado, un tanto paradójico a la luz de ciertos enfoques teóricos, recibirá alguna atención en la parte III. Por otra parte, según veremos en la parte IV, los esfuerzos de liberación de importaciones han sido más duraderos cuando se apoyan en un proceso activo de diversificación de exportaciones. Esto indica, por lo tanto, que dichos esfuerzos pueden verse como un *efecto* más que una *causa* del dinamismo exportador.

Las virtudes del modelo "mixto" en términos de crecimiento económico quedaron también demostradas entre 1967 y 1974, cuando al dinamismo de las exportaciones se conjugó un flujo estable de capitales de mediano y largo plazo para producir las tasas más altas de crecimiento económico que ha experimentado el país en la postguerra (Ocampo, 1988a). El modelo entró, sin embargo, en crisis desde mediados de los años setenta. Desde entonces, aunque el país ha experimentado procesos importantes de modernización en ciertos sectores económicos (café, minería e infraestructura, en particular), su estructura productiva y, en especial, industrial, ha tendido a estancarse o incluso a retroceder en relación con los patrones que predice la literatura económica. En efecto, según lo indica el Cuadro 2, la participación de la producción industrial en el PIB ha detenido el ritmo ascendente que había manifestado desde los años veinte, al tiempo que la participación de las ramas "intermedias" y, especialmente, "tardías" de la producción manufacturera han mostrado síntomas de retroceso. Esto indica, por lo tanto, que la sustitución de importaciones en estas ramas "tardías", de por sí poco desarrollada a mediados de los setenta, se ha debilitado aún más en los últimos quince años.

Las causas de esta evolución son múltiples. Entre ellas convendría destacar, sin embargo, el efecto de la revaluación real que se produjo como consecuencia de la bonanza cafetera de los años setenta y la posterior bonanza de endeudamiento externo. Dicha revaluación tuvo un efecto adverso sobre los dos componentes sobre los cuales se sustentaba el modelo "mixto". En el caso de la sustitución de importaciones, la revaluación se conjugó con las medidas de liberación de importaciones ( vease, al respecto, la parte IV de este trabajo) y con el fracaso de los programas de desarrollo industrial del Pacto

CUADRO No. 2

PARTICIPACION DEL SECTOR INDUSTRIAL EN EL PIB Y COMPOSICION DE LA PRODUCCION  
(A precios constantes de 1975)

AÑOS	PARTICIPACION EN EL PIB	COMPOSICION DEL VALOR AGREGADO INDUSTRIAL 1/		
		Tempranas 2/	Intermedias 3/	Tardías 4/
1925-29	7.8 %	77.4 %	13.7 %	8.9 %
1930-34	7.6	76.2	16.7	7.1
1935-39	10.2	60.8	30.5	8.7
1940-44	15.7	55.6	35.3	9.0
1945-49	14.9	51.5	37.9	10.6
1950-54	17.6	48.4	38.4	13.2
1955-59	19.5	43.0	36.9	20.1
1960-64	20.7	39.9	37.0	23.1
1965-69	21.2	40.4	35.5	24.1
1970-74	22.5	34.1	36.2	29.7
1975-79	22.9	32.7	35.7	31.6
1980-84	21.3	34.0	34.2	31.8
1985-87	21.3	33.2	34.4	32.4

1/ Hasta 1935-39 excluye madera, papel y sus productos.

2/ Alimentos, tabaco, madera y sus productos

3/ bebidas, textiles, confecciones, cuero y sus productos, derivados del petróleo y minerales no metálicos.

4/ Papel e imprenta, químicos y caucho, metales básicos y metalmecánica.

FUENTE: Ocampo (1990a)

Andino, en los cuales se apoyaba la posibilidad de profundizar el proceso sustitutivo. A estos efectos desfavorables se agregaron aquellos que tuvieron el escaso dinamismo de la demanda interna de los bienes industriales producidos en el país<sup>6</sup>, la debilidad de la demanda agregada en los años ochenta, el auge del contrabando en algunos sub-períodos, la evolución desfavorable de la estructura financiera de las empresas hasta comienzos de los años ochenta y, más como consecuencia que como causa de todo lo anterior, la reducción en la tasa de inversión privada<sup>7</sup>.

Aunque la recuperación del crecimiento económico desde mediados de los ochenta ha coincidido con un nuevo auge de las exportaciones, tanto agropecuarias como manufactureras, y una reducción de los coeficientes de importaciones, ello no significa que el país haya retornado al modelo "mixto". Más aún, el crecimiento (inestable) de la actividad económica ha carecido de un patrón firme de cambio estructural y ha sido, más bien, el producto de una serie de auges sectoriales, que no manifiestan hasta ahora ningún patrón firme de desarrollo<sup>8</sup>. De hecho, las condiciones para restablecer el modelo "mixto" se han erosionado rápidamente. No existe ya un consenso interno o externo sobre las virtudes de la sustitución de importaciones, ni las condiciones necesarias para hacer viable dicho proceso. En particular, la demanda interna de bienes industriales ha perdido dinamismo en los últimos quince años y los países andinos, que conforman el mercado ampliado dentro del cual tendría alguna posibilidad dicha estrategia, se encuentran inmersos en procesos de liberación comercial, en varios aspectos más radicales que aquel que ha adoptado Colombia.

Así las cosas, el país ha heredado un sistema de protección en el cual las industrias tradicionales cuentan con una alta protección

---

6. Este es un hecho que se ignora a menudo. Con base en datos de Cuentas Nacionales, Ramírez (1989) encontró que el consumo de bienes industriales aumentó entre 1970 y 1986 a un ritmo anual del 3.5%, inferior al del consumo total (3.9%). Además, encontró que la inelasticidad-ingreso de la demanda de manufacturas que se evidencia en las series de tiempo tiene su paralelo en análisis de corte transversal. Por su parte, Ocampo (1989a) encontró que en el período 1976-1986 la demanda de manufacturas domésticas fue muy sensible al ciclo económico e inelástica al crecimiento tendencial del PIB (con una elasticidad de sólo 0.63 en el período indicado).

7. Sobre la evolución de la industria manufacturera desde mediados de los setenta, véanse, en particular, Echavarría *et al.*, 1983 y Chica, 1990.

8. Véase, al respecto, "Notas editoriales", *Coyuntura Económica*, marzo de 1990.

arancelaria y para—arancelaria, que tiende a ser redundante con una tasa de cambio competitiva. En el caso de las industrias más avanzadas de la sustitución de importaciones, la protección ha recaído en forma excesiva e inestable sobre los instrumentos para—arancelarios. El desarrollo de estos sectores ha sido moderado y su dinamismo se redujo considerablemente desde mediados de la década de los setenta. Cuando la tasa de cambio ha sido competitiva, la sustitución de importaciones en algunas ramas “tardías” de la industria ha sido compatible con una diversificación dinámica de la base exportadora. En estas condiciones, la rápida erosión que han venido experimentando los supuestos sobre los cuales se sustentó el modelo “mixto” que el país adoptó con éxito en fases anteriores de su desarrollo justifica y hace posible un cambio de rumbo, pero también llama la atención sobre la prudencia con la cual se debe llevar a cabo esta reorientación del modelo de desarrollo. Según veremos a continuación, esta conclusión se hace aún más evidente cuando se analizan los argumentos teóricos en pro y en contra de la apertura.

### III. EL DEBATE SOBRE LA APERTURA

Una revisión cuidadosa de la extensa literatura sobre protección y liberación en países en desarrollo rebasaría con creces los objetivos de este trabajo. Por este motivo, las anotaciones que siguen se orientarán a revisar en forma sucinta los principales argumentos de uno y otro lado del debate, referidos, en algunos casos, al caso colombiano.

El primer argumento que quisieramos mencionar es, más bien, un principio de carácter estrictamente político. Este principio establece que el Estado debe contar con mecanismos de intervención lo más transparentes posibles, es decir, aquellos que otorgan la menor discrecionalidad posible a los agentes que ejecutan las políticas. Este postulado se basa en los más tradicionales principios liberales. Su validez resulta evidente en aquellos contextos en los cuales el acceso a ciertos privilegios concedidos por el Estado — las licencias de importación, en el caso que nos ocupa — juegan un papel clave en la fortuna de las empresas o de las personas y, por ello, su existencia lleva a unas y otras a destinar recursos a conseguir dichos privilegios y aún a corromper las estructuras estatales.

Nótese que, en contra de lo que se afirma a menudo, este argumento *no* requiere para ser válido que quien obtenga la licencia abuse

de ella, en el sentido de extraer rentas monopólicas a los compradores de bienes y servicios que produce con base en el privilegio que le ha otorgado el Estado. El argumento es igualmente válido si quien obtiene la licencia la utiliza razonablemente o (lo que puede ser más frecuente que la extracción de rentas monopólicas) si lucha por conseguirla para establecer o mantener la producción de bienes y servicios en el país con costos superiores a los internacionales.

El argumento económico central en favor de un régimen comercial libre es aquel según el cual la especialización productiva permite mayores niveles de eficiencia. En la literatura tradicional sobre comercio internacional, los mayores niveles de eficiencia se logran gracias a la especialización de los distintos países en la producción de aquellos bienes que utilizan en forma más intensiva los factores de producción relativamente abundantes en cada uno de ellos, o de aquellos bienes y servicios para los cuales existen habilidades tecnológicas particulares. Las teorías más modernas del comercio internacional han tendido a resaltar, por el contrario, el papel que juegan en el comercio internacional el liderazgo o rezago tecnológico y las economías de escala. Entre estas últimas se incluyen no sólo las economías asociadas a la producción en gran escala de un producto homogéneo sino, especialmente, aquellas relacionadas con la producción de modelos o diseños particulares de productos heterogéneos, las cuales reflejan los menores costos que implica producir lotes grandes de unos pocos diseños en vez de lotes pequeños de un mayor número de modelos. Conviene resaltar que nadie cuestiona este principio de economía liberal en su forma más general. Las dudas sobre su validez están asociadas a ciertas aplicaciones del principio general o a imperfecciones en el funcionamiento de los mercados.

De este principio se derivan dos que han desempeñado un papel protagónico en las discusiones recientes sobre liberación comercial en Colombia. El primero de ellos establece que la protección a la producción para el mercado interno desincentiva las actividades de exportación. De acuerdo a las formulaciones más conocidas, estos "sesgos anti-exportadores" pueden ser directos o indirectos. Los directos están asociados a la atracción de la inversión hacia la producción para el mercado interno vs. el mercado externo; los indirectos a los sobrecostos que generan las industrias protegidas productoras de bienes intermedios o de capital a los sectores de exportación. El segundo indica que la protección no sólo afecta desfavorablemente la productividad, sino también el ritmo de cambio



tecnológico. A diferencia del principio más general formulado en el párrafo anterior, estos dos postulados tienen sólo una validez parcial.

La importancia práctica de los “sesgos anti-exportadores” generados por una estructura elaborada de protección son generalmente menores a lo que se afirma a menudo. Existen dos razones diferentes para ello. En primer término, según vimos en la sección anterior, el comportamiento de los precios en los sectores tradicionales tiende a ser aquel que la teoría económica adscribe a los bienes no comercializables internacionalmente. En estas condiciones, es posible compensar dichos “sesgos” mediante una combinación de niveles adecuados de tipo de cambio e instrumentos específicos de promoción de exportaciones, especialmente la autorización para importar las materias primas necesarias para exportar sin los sobrecostos que implica el régimen de protección (el Plan Vallejo en el caso de Colombia). Más aún, según se ha afirmado varias veces, el mercado doméstico protegido puede servir en muchos casos como una especie de “plataforma”, que permite a las empresas incurrir en los costos que implica penetrar inicialmente el mercado externo. Este hecho puede explicar por qué el país ha logrado en ciertos períodos ritmos relativamente rápidos de expansión de las exportaciones, sin necesidad de desmontar los sistemas de protección existentes (veáanse, al respecto, las partes II, IV y V de este trabajo).

La segunda duda en torno a los “sesgos anti-exportadores” tiene que ver con los cálculos marginales de rentabilidad, que son aquellos que guían a los inversionistas. En este sentido, una protección excesiva a las industrias tradicionales puede no afectar en forma importante las decisiones de inversión, si la demanda interna de los productos respectivos crece lentamente y, por lo tanto, los inversionistas no encuentran atractivo destinar nuevos recursos a dichos sectores. En este caso, las decisiones marginales se refieren más bien a la posibilidad de exportar estos productos o sustituir importaciones en nuevos sectores.

Visto en esta perspectiva, no es evidente que la política económica colombiana haya tenido un sesgo específicamente antiexportador en los últimos quince o veinte años; en la práctica, ha estado al menos igualmente sesgada en contra de nuevas actividades de sustitución de importaciones, según se refleja en el escaso ritmo de diversificación de la producción industrial que el país ha experimentado a lo largo de este período. La estructura promedio de incentivos que existe en el país no constituye, así, una guía adecuada

GRAFICO 2.A  
CRECIMIENTO EXPORTACIONES VS. SESGO ANTI EXPORTADOR

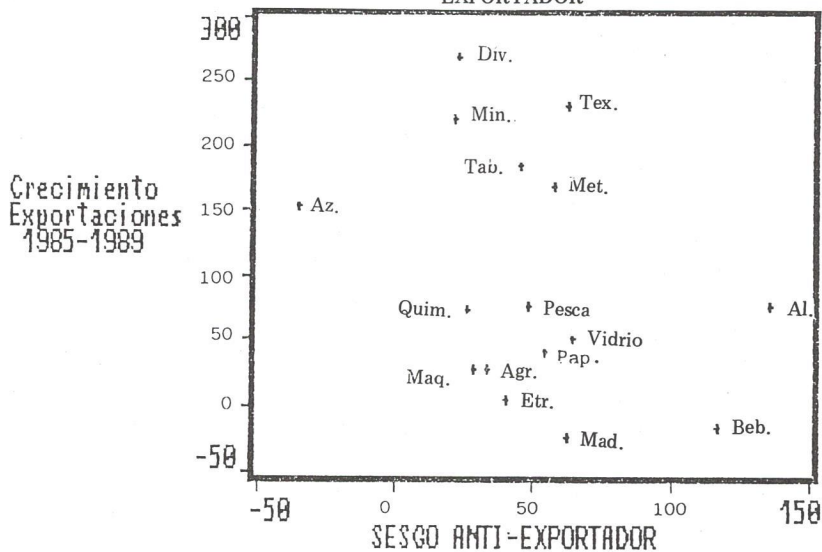
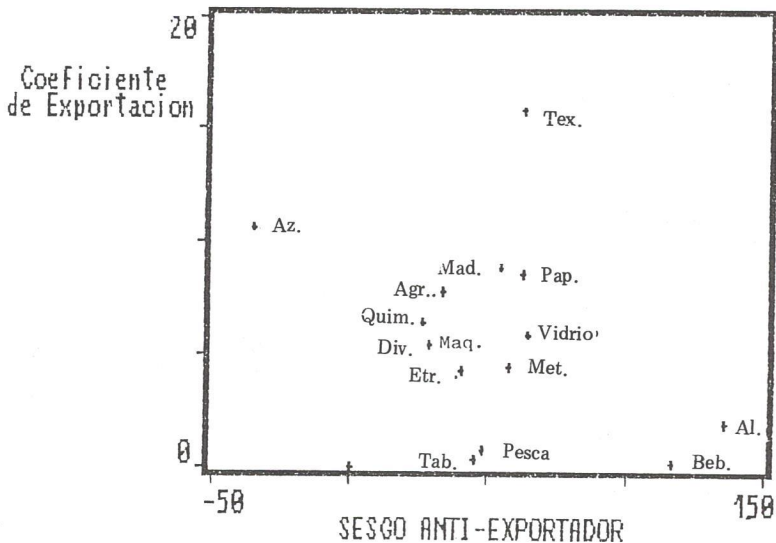


GRAFICO 2.B  
COEFICIENTE EXPORTACIONES VS. SESGO EXPORTADOR



de los incentivos marginales que guían a los inversionistas<sup>9</sup>. De hecho, según lo indica el Gráfico No. 2, en los últimos años no ha existido ninguna asociación entre el sesgo anti-exportador, de acuerdo con las definiciones del Banco Mundial (World Bank, 1989) y el crecimiento o el coeficiente de las exportaciones.

Ninguno de estos contra-argumentos justifica, por supuesto, la permanencia de una protección excesiva a la producción nacional, particularmente cuando ella ha dejado de jugar el papel central que les atribuye la teoría del desarrollo, es decir, la de catalizadores del cambio estructural. Más aún, su validez es limitada. Es evidente, por ejemplo, que el primero puede ser válido únicamente en una economía en la cual la exportación de bienes industriales sigue siendo una actividad esencialmente marginal. Más aún, pueden existir "sesgos anti-exportadores" diferentes a aquellos que resalta la teoría tradicional. En particular, en una estructura económica en la cual el mercado interno absorbe la mayor parte de la producción industrial, los diseños y calidades de los bienes que se comercializan internamente, aunque razonables en términos de precios, no tienen las especificaciones de aquellos que se transan a nivel internacional; además, las firmas tienen casi siempre una excesiva diversificación en términos de diseños de sus productos, lo cual les impide alcanzar las economías de escala en la producción y el mercado necesarios para competir exitosamente en el mercado internacional.

En relación con el segundo de los argumentos mencionados, es evidente que la existencia de un volumen considerable de inversiones en reposición de equipos y modernización tecnológica implican que los sectores tradicionales pueden concentrar una alta proporción de los flujos de inversión bruta. Fuera de las inversiones en la producción propiamente dicha, existen, además, montos considerables de recursos que destinan las empresas al mercadeo de sus productos. En este contexto, es posible que, aunque las decisiones *marginales* de producción no estén muy distorsionadas, un régimen proteccionista pueda generar un nivel subóptimo de inversión en mercadeo internacional. Más en general, estas apreciaciones, en conjunto con las que hemos incluido en el párrafo anterior pueden indicar que un sistema engorroso de protección puede convertirse,

---

9. Véanse algunas anotaciones sobre estos temas en Fernández, 1987.

a partir de cierto momento, en un obstáculo a un desarrollo exportador en gran escala.

La existencia de una relación entre apertura y crecimiento de la productividad ha sido corroborada en dos trabajos recientes referidos al caso colombiano (Roberts, 1988, y Echavarría, 1990a). Sin embargo, estos trabajos muestran que este efecto es relativamente débil en relación con aquel que existe entre la productividad y el crecimiento de la *producción*, a través del cual se captan las economías de escala estáticas y dinámicas que se conocen en la literatura económica como "ley de Verdoon o de Kaldor"<sup>10</sup>. Expresado en otras palabras, la apertura sólo incrementa la productividad global si tiene efectos positivos sobre la *producción*, es decir, si se lleva a cabo en un contexto expansivo<sup>11</sup>. Por otra parte, esta relación permite explicar un resultado histórico que puede resultar paradójico para muchos analistas: el rápido crecimiento de la productividad total de los factores en el sector industrial colombiano durante los años de mayor protección a la actividad manufacturera y su debilitamiento desde mediados de la década del setenta, coincidiendo, en este último período, con una fuerte desaceleración en el crecimiento de la producción manufacturera<sup>12</sup>.

---

10. De acuerdo con los resultados de Roberts, un punto adicional de crecimiento económico se refleja en un incremento anual de la productividad de poco más de 0.4%. Este factor podría explicar por sí mismo una diferencia en el ritmo de crecimiento de la productividad de casi cuatro puntos porcentuales entre 1977-1980 y 1980-1983, los dos períodos que sirven como base del análisis de dicho autor. Por el contrario, las variaciones en el coeficiente medio de apertura (medido como la proporción de las importaciones en la oferta interna), de poco más de cuatro puntos entre uno y otro períodos, sólo explicaría una diferencia en el ritmo de incremento de la productividad del 0.2% anual.

11. Esta afirmación tiene una confirmación amplia en la asociación estrecha que existe entre productividad y crecimiento a nivel macroeconómico en Colombia. Como lo argumenta Ocampo, 1989b, esta relación difícilmente puede interpretarse en el sentido de que el mayor crecimiento de la productividad induce un mayor crecimiento, sino posiblemente al inverso —es decir que la mayor o menor productividad a nivel agregado es un efecto más que una causa del mayor ritmo de expansión de la actividad económica. En igual sentido podría interpretarse el resultado de Carrasquilla (1990), según el cual la asociación entre productividad y PIB cíclico es mucho más marcada que entre la primera de estas variables y el PIB transitorio.

12. El escaso dinamismo de la productividad desde mediados de los setenta ha sido resaltao por diversos autores (véanse, por ejemplo, García, 1988; Ocampo, 1989b; Clavijo, 1990). Este comportamiento es extensivo a la industria manufacturera, cuya productividad total aumentó a un ritmo del 6.0% anual en 1930-1945 y 3.1% en 1945-1974; por el contrario, desde mediados de los setenta, la productividad industrial se estancó y posteriormente descendió (Echavarría, 1990a y 1990b). Curiosamente, el quiebre en el comportamiento de la productividad coincidió con el fin del proceso de sustitución de importaciones. Este hecho no debe interpretarse, por supuesto, en forma mecánica, pero sí manifiesta la importancia del crecimiento de la *producción* como determinante de la productividad, y la falacia de establecer un nexo simple apertura-productividad, tal como se refleja en las discusiones recientes del tema. Para un análisis adicional de este tema, véase también Carrasquilla (1990).

Desde un punto de vista macroeconómico, la razón de la fuerte relación entre productividad y crecimiento es muy simple: en nada contribuye al objetivo de elevar la productividad general de la economía el hacerlo en unos pocos sectores (o empresas), si los factores de producción desplazados no encuentran una ocupación igualmente rentable en otros. A nivel microeconómico puede acontecer algo similar, ya que las empresas tienen muchas veces inversiones fijas en capital y en mano de obra calificada, que pueden quedar subutilizadas si la apertura no contribuye a aumentar las ventas totales, es decir, aquellas destinadas tanto al mercado interno como externo.

La defensa fundamental de la apertura es, por lo tanto, su contribución potencial a aumentar la *producción global de la economía* y no la productividad a nivel microeconómico. Esta sólo importa, de hecho, si contribuye al primero de los procesos mencionados. La existencia de una relación positiva entre apertura y crecimiento ha sido objeto de una amplia polémica a nivel internacional. Esta controversia ha demostrado que dicha relación ha sido importante en algunos períodos y para algunos grupos de países, pero dista mucho de ser una regla universal<sup>13</sup>. Para el caso colombiano, los trabajos de Echavarría (1989) y Carrasquilla (1990) plantean serias dudas sobre la validez de esta relación en términos históricos.

Para el futuro del desarrollo colombiano hay razones, sin embargo, para ser optimistas. La capacidad para penetrar los mercados externos ha quedado demostrada nuevamente en años recientes (vease, al respecto, la sección siguiente de este trabajo). Este proceso tenderá, sin duda, a acentuarse en los próximos años, ya que los anuncios de apertura han orientado claramente los esfuerzos empresariales a la conquista de los mercados externos. Las ventajas de producir para mercados más amplios —no sólo desde el punto de vista de las restricciones de demanda, sino de las economías de escala asociadas a la producción de lotes mayores— contribuirán, sin duda, a retroalimentar el proceso.

Estas ventajas permean algunos escenarios optimistas sobre el crecimiento de la economía colombiana en el mediano plazo (vease,

---

13. Véase, en particular, Chenery *et al.*, 1986, Cap. 10. Ocampo, 1988b, contiene una revisión de la controversia internacional sobre el tema. Véase también Fernández, 1987.

por ejemplo, Caballero *et al.*, 1990<sup>14</sup>). Por otra parte, es evidente en las actuales circunstancias que sólo un “desarrollo hacia afuera” puede garantizar los dos requisitos que, de acuerdo con la experiencia histórica del país, son necesarios para sostener un alto ritmo de crecimiento económico: un cambio estructural dinámico y la ausencia de una brecha de divisas (Ocampo, 1990b). Estos escenarios se basan, sin embargo, en supuestos optimistas sobre el comportamiento de otras variables macroeconómicas. En particular, los resultados de Caballero *et al.* (1990) deben interpretarse, ante todo, como una demostración de los efectos favorables que para el desarrollo futuro del país tendría un aumento de la *tasa de inversión*, rompiendo los patrones de comportamiento de esta variable en los últimos años; en esta estrategia, la apertura juega un papel positivo —pero en algún sentido, subsidiario— facilitando la disponibilidad y financiamiento de los mayores niveles de inversión.

Los efectos de corto plazo son más complejos, ya que la experiencia histórica demuestra que la apertura puede tener efectos inicialmente recesivos (Fernández y García, 1986; Ocampo, 1989a). Esta predicción se encuentra, además, sustentada en algunas simulaciones sobre los efectos macroeconómicos de corto plazo que podría tener la apertura en el caso colombiano (véase, en especial, Lora y Crane, 1990, pero también Caballero *et al.*, 1990, y Carrasquilla, 1990). Se refuerza, además, si se tienen en cuenta los efectos sobre la actividad económica que podrían tener las medidas que adopte el gobierno para combatir las altas tasas de inflación que se han venido experimentando en los últimos años.

En la medida en que, como lo evidencia la extensa literatura sobre los determinantes de la inversión en Colombia (véase, por ejemplo, Ocampo, 1989c), el principal determinante de dicha variable es la actividad económica corriente<sup>15</sup>, un efecto inicialmente desfavorable de la apertura sobre el crecimiento económico podría derrotar los esfuerzos por aumentar la tasa de inversión en el largo plazo. En cualquier caso, debido a sus efectos permanentemente adversos sobre algunas actividades económicas, la apertura genera una pérdida de

---

14. Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que las proyecciones optimistas de este trabajo se derivan en gran medida de los supuestos sobre los efectos de la apertura sobre la tasa de inversión, que pueden ser excesivamente optimistas.

15. Esta relación está asociada con los efectos de la actividad económica corriente sobre los niveles de utilización de capacidad, los recursos internos con los cuales cuenta la firma para financiar la inversión y las expectativas de los empresarios, entre otras variables. Véase una reseña de la literatura sobre inversión en Colombia en Ocampo (1989c).

capitales invertidos en el país, tanto en maquinaria y equipo como en inversiones menos tangibles (desarrollo de una red de comercialización, goodwill, etc.) y en habilidades laborales específicas adquiridas por la fuerza de trabajo que labora en esos sectores. Si esta pérdida de capital no está compensada por un aumento de la tasa de inversión, los efectos de la apertura sobre la capacidad productiva del país podrían ser, así, desfavorables, impidiendo que se materialicen las proyecciones optimistas mencionadas en los párrafos anteriores.

Las consideraciones anteriores indican, así, que las ventajas de mediano y largo plazo que puede tener la apertura en términos de transparencia en la acción del Estado, eficiencia productiva y crecimiento se deben sopesar en el corto plazo con los costos que puede tener la apertura sobre la actividad económica y, a través de ella, sobre la productividad. Estos argumentos, conjuntamente con los efectos sólo moderadamente "anti-exportadores" que tiene el régimen de protección vigente, constituyen un argumento sólido en favor del gradualismo.

Por otra parte, no es evidente que el proceso deba avanzar hasta la eliminación total del sistema de protección, estableciendo un arancel uniforme único y eliminando permanentemente los instrumentos para-arancelarios. Aún analistas ortodoxos reconocen que las "restricciones cuantitativas se pueden aplicar con provecho en situaciones de emergencia" (Balassa *et al.*, 1986, p. 99). Este hecho refleja la dificultad para manejar choques externos adversos en economías con estructuras económicas insuficientemente diversificadas. En efecto, la agilidad de este instrumento y la certidumbre que existe sobre sus resultados lo hacen prácticamente insustituible en estas circunstancias. Este principio está reconocido en el propio Acuerdo General de Aranceles y Comercio (GATT). Las ventajas de contar con un sistema de licencias de importación para manejar situaciones de emergencia ha sido, además, demostrada ampliamente en la historia económica colombiana.

Por otra parte, un sistema selectivo de protección, basado en el uso de instrumentos arancelarios más que para-arancelarios, puede seguir desempeñando un papel importante hacia el futuro. Existen argumentos estáticos de vieja cuña, asociados a imperfecciones de mercado, que pueden ser utilizados para defender las virtudes de un régimen selectivo de protección y fomento a las exportaciones<sup>16</sup>. A

16. Véase una versión reciente de dichos argumentos en Buffie, 1987. Este trabajo argumenta que, si existe desempleo de mano de obra, los niveles óptimos de protección y subsidio a las exportaciones aumentan con la intensidad de trabajo de las distintas actividades.



ellos cabría agregar, sin embargo, los argumentos de carácter dinámico que se derivan de la nueva literatura sobre adaptación y creación de tecnología en países semi-industrializados y sobre comercio internacional.

De acuerdo con la primera <sup>17</sup>, el desarrollo de nuevos productos y procesos productivos no es una característica central del cambio técnico en los países semi-industrializados, pero existe en muchos sectores y empresas industriales un proceso activo de desarrollo tecnológico, asociado a la acumulación de conocimientos sobre el manejo de tecnologías extranjeras y su adaptación a las condiciones locales (modificación de los diseños de los productos, adaptación de materias primas locales en los procesos productivos, etc.). Este proceso no depende solamente del "aprendizaje por experiencia", sino también de esfuerzos explícitos de investigación y desarrollo de las firmas. En todo caso, la capacidad tecnológica no puede ser importada en su totalidad, sino que se adquiere a través de la experiencia misma de la producción.

Las implicaciones de este análisis para el proceso de desarrollo y el diseño de la política comercial son múltiples. Destacaremos aquí sólo dos de ellas. En primer término, este tipo de consideraciones otorgan un contenido muy concreto al viejo concepto de "industria incipiente", ya que resalta la importancia del proceso de aprendizaje tecnológico en los nuevos sectores de la industria. Por otra parte, indica que las industrias que alcanzan en cierto momento el nivel de eficiencia necesario para lanzarse a la conquista de los mercados externos pueden no desarrollarse sin una etapa previa de protección y sustitución de importaciones. Este argumento ha sido formalizado a nivel teórico por Krugman (1984) y corroborado en algunos estudios empíricos (Teitel y Thoumi, 1986). Dada la importancia que tiene el cambio estructural en el proceso de desarrollo (véase, por ejemplo, Chenery *et al.*, 1986), este argumento refuerza la idea según la cual una de las funciones básicas del sistema de protección debe ser la de

---

la elasticidad de la demanda de fuerza de trabajo al salario real y la complementariedad entre la mano de obra y los insumos importados. Por el contrario, dichos niveles óptimos se reducen si los precios del sector respectivo tienen un efecto marcado sobre el costo de vida. Además, si las finanzas públicas o los acuerdos internacionales imponen límites a los subsidios de exportación, aumenta relativamente la conveniencia de proteger las actividades de sustitución de importaciones.

17. Véanse, en particular, los trabajos de Katz, 1984, Katz *et al.*, 1986, y Pack y Westphal, 1986.



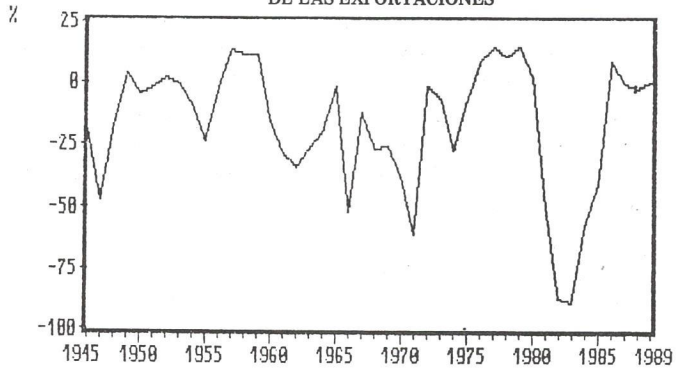
promover el cambio estructural. Según hemos visto, el régimen de protección que ha tenido el país en las últimas décadas no ha cumplido este requisito.

Las imperfecciones que pueden dar origen a medidas de protección no se limitan a aquellas derivadas del mal funcionamiento de algunos mercados (la movilidad imperfecta de tecnología, por ejemplo), sino también aquellas impuestas por la intervención de gobiernos extranjeros y por incertidumbres asociadas al desarrollo futuro de la economía mundial. En estas materias, el país no puede ignorar en el diseño de la política comercial los efectos sobre una economía más abierta que podrían tener en el corto plazo una recesión internacional (causada por la corrección de los fuertes desequilibrios comerciales que caracterizan el comercio mundial o por un conflicto militar en el Golfo Pérsico), y las implicaciones sobre el comercio mundial de la tendencia a formar grandes bloques comerciales o de un eventual fracaso de la Ronda Uruguay del GATT en materia de liberación del comercio mundial de bienes agrícolas y de servicios.

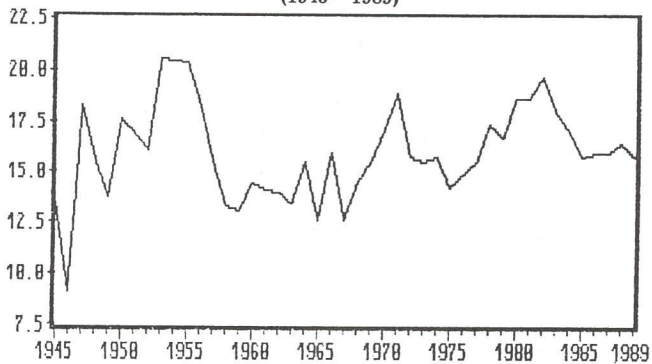
#### IV. LA EXPERIENCIA COLOMBIANA CON PROCESOS DE APERTURA

El año 1967 marca, para todos los analistas, un punto de quiebre en la historia del régimen comercial colombiano. Es importante recordar, sin embargo, que las medidas adoptadas en dicho año no liberaron el régimen comercial sino, por el contrario, revirtieron el proceso de liberación que se había llevado a cabo desde mediados de 1965 bajo presión de los organismos multilaterales y bilaterales de crédito. La liberación incluyó entonces una devaluación del tipo de cambio de importaciones (por medio del traslado gradual de los distintos productos importados de la tasa preferencial de \$9 a la intermedia de \$13.50), acompañada del rápido desmantelamiento del rígido sistema de licencias que se había desarrollado en los años anteriores. Sin embargo, en un contexto inflacionario, el reajuste del tipo de cambio medio de importaciones sólo produjo una pequeña devaluación de la tasa de cambio real; esta última permaneció, así, en niveles sólo ligeramente superiores a los de los años anteriores. Este hecho, conjuntamente con la escasa diversificación que todavía tenía la base exportadora del país y la ausencia de una respuesta adecuada de la oferta de crédito externo, generó una de las peores crisis cambiarias de la historia económica del país (veáanse Gráfico No. 3 y Díaz-Alejandro, 1976, Cap. 7).

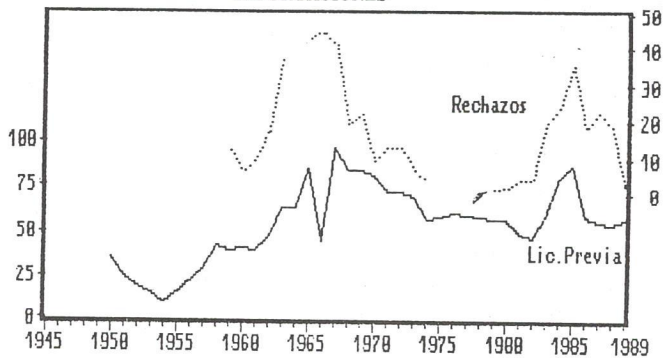
**GRAFICO 3.A.**  
BALANZA EN CUENTA CORRIENTE COMO PORCENTAJE  
DE LAS EXPORTACIONES



**GRAFICO 3.B**  
COEFICIENTE DE IMPORTACIONES  
(1945 - 1989)



**GRAFICO 3.C**  
INDICE DE RESTRICCIONES CUANTITATIVAS A LAS  
IMPORTACIONES



Como se sabe muy bien, la respuesta de las autoridades a la crisis cambiaria fue el restablecimiento del control generalizado a las importaciones, acompañado de un rígido control de cambios, que incluyó la eliminación del mercado libre de capitales que, en forma discontinua, había tenido el país desde 1948. Estas medidas estuvieron acompañadas de una flexibilización del tipo de cambio y la creación de un sistema estable de incentivos a las exportaciones, desarrollando, en este último aspecto, los mecanismos creados desde fines de la década de los cincuenta. Los resultados favorables de estas medidas han sido resaltados ampliamente en la parte II de este trabajo. Conviene hacer énfasis, en particular, sobre la significativa devaluación real del tipo de cambio como resultado del régimen de mini-devaluaciones (Gráfico No. 3) y el mantenimiento del fuerte dinamismo de las exportaciones no tradicionales que el país venía experimentando desde comienzo de la década de los sesenta. Para 1973-1975, dichas exportaciones eran, en términos reales, casi cuatro veces superiores a aquellas que había tenido el país en 1964-1966 (Cuadro 1).

Las primeras medidas importantes de liberación de importaciones sólo se adoptaron cuando este proceso se encontraba en una etapa muy avanzada. En efecto, según lo indican los Cuadros 3 a 5, el arancel promedio seguía siendo extremadamente alto a comienzos de la década de los setenta y el grueso de las importaciones continuaban sujetas al régimen de licencia previa; más aún, una sexta parte del arancel seguía estando clasificada en el régimen de prohibida importación. La mayor parte del relajamiento de los rígidos controles cuantitativos se concentró, por lo tanto, en la reducción gradual de las negaciones de licencias de importación, particularmente de bienes intermedios y de capital no producidos en el país (Cuadro 6). Gracias a los reajustes del tipo de cambio real, este hecho no se reflejó en un crecimiento del coeficiente medio de importaciones. Por el contrario, este último tendió a reducirse después de un pico a fines de los sesenta y comienzos de los setenta, durante el cual se satisfizo la demanda de importaciones represada durante la década de los sesenta (Gráfico No. 3).

Las medidas más importantes de liberación sólo se adoptaron a fines de 1973 y comienzos de 1974, como parte de un paquete anti-inflacionario que buscaba combatir los efectos adversos de la aceleración de la inflación internacional. El gobierno eliminó entonces las restricciones que imponía el presupuesto de importaciones, al tiempo que trasladó la totalidad de la lista de prohibida importación al régimen de licencia previa, y aquellos items de esta última para los cua-

les no se habían presentado rechazos en el período anterior al de libre importación. Los efectos reales de estas medidas fueron, sin embargo, modestos, ya que el régimen de prohibida importación contenía en un alto porcentaje bienes no comercializables y artículos que el país exportaba, en tanto que las posiciones arancelarias que respondían por el 99,4% de los rechazos en el régimen de licencia previa no fueron liberados. La rebaja arancelaria se concentró igualmente en bienes no comercializables o exportados. En el caso de aquellos claramente importables, se orientó a reducir los gravámenes a las compras externas de bienes intermedios, incrementando, así, la protección efectiva a los bienes finales producidos en el país (Garay *et al.*, 1974; Díaz-Alejandro, 1976, Cap. 4).

Durante el auge económico de 1967-1974, la liberación de importaciones fue, así, un fenómeno tardío. Además, se orientó, en gran medida, a eliminar elementos de la estructura de protección que eran redundantes y a culminar un proceso de liberación gradual de importaciones de bienes no producidos en el país que se había llevado a cabo dentro del régimen de licencia previa en los años anteriores. Gracias a estas medidas, el arancel promedio se redujo al 33%, y un 30% del universo arancelario, a través del cual se canalizaba un 40% de las importaciones, quedó clasificado en el régimen de libre importación. Los rechazos de solicitudes de licencia se redujeron, además, a un mínimo (Cuadros 3 a 6).

Durante la Administración López se adoptaron medidas adicionales de liberación de importaciones, particularmente a lo largo de 1976. Durante estos años, el arancel promedio se redujo en dos puntos adicionales; sin embargo, esta medida apenas compensó el recargo de la sobretasa arancelaria decretada a comienzos de la misma Administración (Cuadro 3). Por otra parte, pese a la reversión de algunas medidas en 1977, cerca del 18% del universo arancelario se trasladó al régimen de libre importación (Cuadro 4). A diferencia de lo que fue típico en 1973-1974, estos traslados se concentraron en mayor proporción en las importaciones de bienes de capital y de consumo (Anif, 1976), pero sus efectos fueron reducidos, según lo indica la proporción relativamente inalterada de importaciones bajo el régimen de libre importación (Cuadro 5). Mucho más importantes, pero más por sus impactos de largo que de corto plazo, fueron las medidas que se adoptaron durante estos años en el marco del proceso de liberación andino. No obstante, el efecto conjunto de éstas y otras medidas no fue significativo hasta 1977, según se refleja en la evolución del coeficiente medio de importaciones (Gráfico No. 3).

CUADRO No. 3  
ARANCEL NOMINAL PROMEDIO

	ARANCEL PROMEDIO 1/	ARANCEL EFECTIVAMENTE PAGADO 2/	SOBRETASA BASICA 3/
1964	65.6		
1967			3.0
1970	51.8		5.0
1974			6.5
1975	32.6		6.5
1978	30.5		6.5
1979	28.3		6.5
1980	25.8	22.1	6.5
1984	41.7	19.9	7.0
1985	31.4	20.5	15.0
1987			18.0
1989	26.6		18.0
1990 (Nov)	21.1		13.0

1/ Promedio aritmético simple. Excluye sobretasas.

2/ Ajustado por exenciones.

3/ Gravámenes establecidos por el Art. 229 del DL444/67, Art. 20 del DL444/67, Art. 9 de la Ley 50/84 y normas que los modifican.

FUENTES: Martínez, 1986; Giraldo, 1979; Cubillos y Torres, 1987;  
INCOMEX y decretos y leyes correspondientes.

**CUADRO No. 4**  
**COMPOSICION DEL UNIVERSO ARANCELARIO DE ACUERDO**  
**AL REGIMEN DE IMPORTACION**  
**1971 - 1990**

(Porcentajes del número de posiciones arancelarias  
bajo cada régimen)

Fecha	(1) Libre Importac. %	(2) Licencia previa %	(3) Prohibida importac. %
1971 Ago.	3.4	80.4	16.2
1973 Ago.	20.2	79.8	0.0
1974 Jun.	29.6	70.4	0.0
1975 Feb.	34.1	65.9	0.0
1978 Feb.	52.8	47.2	0.0
1979 Jun.	53.6	46.4	0.0
Sep.	66.7	33.3	0.0
1980 Dic.	66.7	33.3	0.0
1982 May.	71.6	28.4	0.0
Dic.	70.8	29.2	0.0
1983 Dic.	41.9	58.1	0.0
1984 Dic.	0.5	83.0	16.5
1985 Jun.	14.8	82.8	2.4
Dic.	27.0	71.6	1.4
1986 Jun.	36.2	62.4	1.4
Dic.	36.2	62.7	1.1
1987 Dic.	37.8	61.1	1.1
1988 Dic.	38.7	60.3	1.1
1989 Dic.	38.8	60.1	1.1
1990 Feb.	55.6	43.3	1.1
Jul.	67.4	32.6	0.0
Sep.	76.4	23.6	0.0
Nov.	96.7	3.3	0.0

FUENTE: Hasta 1987, Ocampo (1988a). 1988-90: INCOMEX

**CUADRO No. 5**  
**IMPORTACIONES SUJETAS A LIBRE IMPORTACION COMO**  
**PORCENTAJE DE LAS IMPORTACIONES TOTALES E**  
**IMPORTACIONES OFICIALES**

Años	IMPORTACIONES POR EL RÉGIMEN DE LIBRE IMPORTACION		IMPORTACIONES OFICIALES COMO % DE LAS IMPORTACIONES TOTALES 1/
	Total	Sector Privado	
1970	18.5 %		
1971	27.5		
1972	27.9		
1973	31.2		
1974	43.6		13.1 %
1975	42.8		14.7
1976	39.8		15.5
1977	41.0		11.1
1978	42.8	49.0 %	7.9
1979	44.4	50.5	9.6
1980	44.0	52.9	13.9
1981	52.1	65.7	16.4
1982	54.7	66.6	16.0
1983	41.4	54.5	18.6
1984	21.1	30.7	19.7
1985	14.8	19.2	13.2
1986	42.4	48.9	15.4
1987	45.3	51.9	13.0
1988	47.2	53.0	10.7
1989	44.7	52.0	15.0
1990 2/	58.0	65.4	11.7

1/ Excluye compras externas oficiales y privadas de petróleo y alimentos.  
 2/ Enero - Septiembre

FUENTE: INCOMEX.

A partir de 1978, dicho coeficiente comenzó a incrementarse rápidamente, como resultado de cuatro procesos diferentes. En primer lugar, el tipo de cambio real experimentó una revaluación sustancial, como producto de la bonanza cafetera y el auge posterior de endeudamiento externo (Gráfico No. 1). En segundo término, la Administración Turbay adoptó entre 1979 y 1981 un paquete de liberación mucho más sustancial. Este paquete incluyó una reducción de cerca de 5 puntos del arancel medio (Cuadro 3), una nueva serie de traslados de bienes del régimen de licencia previa al de libre importación y el uso intensivo de las "licencias globales" para promover la importación de bienes de capital (Giraldo, 1979; Echavarría y Garay, 1979; Garay, 1982). Como resultado de ello, más del 70% del universo arancelario y dos terceras partes de las importaciones privadas quedaron bajo el régimen de libre importación, al tiempo que se suspendían prácticamente los rechazos de solicitudes de importación presentadas a través del régimen de licencia previa (Cuadros 4 a 6). A estos factores se sumaron los efectos de una explosión de las importaciones oficiales (Cuadro 4). Finalmente, durante estos años se experimentaron plenamente los efectos de la pérdida de la autosuficiencia en materia petrolera. Las importaciones de combustibles se elevaron hasta representar un 14% de las compras externas del país en 1981.

Como había acontecido a mediados de la década del sesenta, la liberación de importaciones de la Administración Turbay resultó a la postre insostenible. En contraste con las medidas adoptadas en 1973-1974, la revaluación del tipo de cambio real y la pérdida de dinamismo del sector exportador no generaron un ambiente propicio para mantener un comercio más libre. Además, este último no generó, por sí mismo, un resultado favorable en término de ventas externas de productos no tradicionales, que más bien entraron en un virtual colapso a comienzos de la década de los ochenta (Cuadros 1 y 7). La liberación sólo pudo sostenerse gracias a ventas extraordinarias de café y, a partir de 1981, a un endeudamiento externo acelerado.

Para 1982, el déficit en cuenta corriente, medido como proporción de las exportaciones, había alcanzado el nivel más alto de la postguerra. Para ayudar a corregir este fenómeno, desde fines de 1982 la Administración Betancur revirtió el proceso de liberación en forma acelerada. En efecto, en el plazo de unos 18 meses, se decretaron recargos arancelarios equivalentes al 65% de las tarifas previamente vi-



gentes<sup>18</sup>, se elevó la sobretasa a las importaciones en 8.5 puntos, se restablecieron el régimen de prohibida importación y el presupuesto de importaciones, se eliminó prácticamente la lista de libre importación y se incrementaron dramáticamente los rechazos de solicitudes presentadas a través del régimen de licencia previa. Como resultado de estas medidas, en 1984 el país había retornado a un régimen restrictivo de compras externas que no conocía desde fines de la década del sesenta.

Para reducir los sesgos anti-exportadores de estas medidas, el gobierno adoptó, primero en forma gradual y posteriormente de manera drástica, un ajuste del tipo de cambio. Además, decretó una serie de incrementos de los niveles del Certificado de Reembolso Tributario, revirtiendo en un período igualmente rápido las fuertes reducciones que había experimentado dicho incentivo a comienzos de la Administración López. Además, la cobertura de otros sistemas de fomento a las exportaciones menores se incrementó sustancialmente durante estos años (Villar, 1990, y Cuadro 7).

## V. EL PROCESO DE APERTURA EN CURSO

### A. UNA BREVE RECAPITULACION

De las consideraciones hechas a lo largo de este trabajo se derivan varias enseñanzas y restricciones que deben tomar en cuenta las autoridades económicas en el diseño de un proceso de apertura como el que ha iniciado el país. En primer término, indican que, dentro de ciertos límites, la protección a la producción nacional no es un obstáculo para el desarrollo exportador; la condición necesaria para ello es, sin embargo, que se mantenga un tipo de cambio realista. Más aún, la historia de los distintos esfuerzos por liberar el régimen comercial entre mediados de las décadas de los sesenta y ochenta indica que la liberación de importaciones no es sostenible si no está acompañada de esfuerzos *previos* de devaluación real y diversificación exportadora. Por este motivo, una liberación exitosa es más un *resultado* que un *prerrequisito* del dinamismo de las ventas externas del país. Este hecho es consistente con las consideraciones teó-

---

18. La magnitud de exenciones decretadas simultáneamente redujo, sin embargo, el efecto real de estas medidas. De hecho, según lo indican Cubillos y Torres (1987) y el Cuadro 3, el arancel efectivamente pagado se redujo más bien durante estos años.

CUADRO No. 6

PORCENTAJES DEL VALOR DE LAS SOLICITUDES NO  
 APROBADAS DE LICENCIAS DE IMPORTACION A  
 1968 - 1989

	(1) Como % de la demanda de licencias previas (%)	(2) Como % de la demanda total b/ (%)	Cubrimiento
1968	22.8	19.4	Importaciones reembolsables
1969	25.3	21.6	" "
1970	10.9	8.9	" "
1971	17.4	12.7	" "
1972	11.8	8.5	" "
	17.0	12.9	Importaciones totales
1973	8.6	6.0	" "
1974 (enero-mayo)	5.6	3.4	" "
1979 (agosto-dic.)	1.9	1.1	" "
1980	2.5	1.4	" "
1981 c/	6.9	3.4	" "
1982 (enero-marzo)	7.5	3.7	" "
1983 (agosto-dic.)	26.9 d/	19.5 d/	" "
1984 (enero-febrero)	27.1 d/	20.0 d/	" "
(marzo-junio)	30.1	25.7	" "
1985	39.4	35.4	Importaciones sujetas a presupuesto
1986	27.4	17.9	Importaciones totales
1987	34.8	22.6	" "
1988	29.3	18.0	" "
1989	4.1	2.3	" "
1990 (enero-sept)	6.9	3.1	" "

a/ Incluye los rechazos, así como las licencias pendientes de aprobación.

b/ Incluye las importaciones sujetas al sistema de libre importación.

c/ Excluye octubre y noviembre.

d/ Únicamente rechazos.

FUENTE: Hasta 1986, Ocampo (1989a). 1987-90: INCOMEX.

ricas en torno a los limitados sesgos anti-exportadores que tiene la estructura de protección en un país como Colombia, cuando está acompañada de una tasa de cambio competitiva.

Lo anterior indica que las ganancias de un proceso acelerado de liberación comercial —que incluya tanto los componentes arancelarios como para-arancelarios— podrían ser limitadas, en tanto que sus costos de corto plazo en términos de actividad económica no serían despreciables. Si estos últimos son importantes, las ganancias de la liberación en términos de productividad no se materializarían en el corto plazo. Esto implica, por lo tanto, que los efectos favorables de la apertura son más de largo que de corto plazo. Este hecho justifica ampliamente la gradualidad del proceso. Además, los efectos diferenciales que ha tenido la crisis de la industria manufacturera que se inició a mediados de los años setenta, justifican un tratamiento selectivo de los distintos sectores que la componen.

En cualquier caso, el lento dinamismo de la demanda interna de manufacturas y la rápida erosión que han experimentado en los últimos años los supuestos sobre los cuales se sustentó con éxito el modelo “mixto” de desarrollo, hacen conveniente e incluso necesaria una reorientación de dicho modelo. De hecho, en las actuales circunstancias, el “desarrollo hacia afuera” parece ser la única estrategia que garantiza los dos requisitos que parecen ser esenciales para un crecimiento rápido de la actividad productiva en el mediano plazo: el cambio estructural y la ausencia de cuellos de botella de divisas. El escenario externo hace posible este cambio de rumbo, pero señala igualmente la necesidad de mantener alguna cautela durante el proceso de transición. Dadas las incertidumbres sobre el futuro inmediato de la economía mundial, la limitada diversificación productiva que todavía tiene el país y la eficiencia que han demostrado los instrumentos de restricción cuantitativa para manejar las crisis cambiarias, el país no debe abandonar dicho instrumento, pero debe limitar su uso en el mediano plazo al manejo de eventuales situaciones de emergencia.

Por último, las imperfecciones de los mercados, particularmente aquellas asociadas al desempleo y subempleo de recursos productivos y a los procesos de creación y adaptación de tecnología, indican que es conveniente en el largo plazo mantener un régimen selectivo de protección. Más aún, el atraso relativo de algunas ramas productoras de bienes de capital llama la atención sobre el uso inadecuado que se ha dado a los instrumentos de protección en el pasado. Dada, sin embargo, la excesiva protección otorgada a las industrias tradiciona-

les, y el peso que ha recaído sobre los instrumentos para-arancelarios en la promoción de nuevos sectores económicos, la posibilidad de utilizar los instrumentos de protección arancelaria para promover el cambio tecnológico y el desarrollo de verdaderas industrias incipientes exige cambios fundamentales en la estructura arancelaria que ha heredado el país.

## B. LOS ANTECEDENTES INMEDIATOS DEL PROCESO DE APERTURA

El proceso de apertura en marcha no es un fenómeno súbito, sino que responde a políticas que han venido siendo adoptadas desde mediados de la década de los ochenta. El proceso debe remontarse, en efecto, al fuerte reajuste del tipo de cambio real que tuvo lugar en 1985 y a las medidas comerciales que se adoptaron en forma complementaria, algunas de ellas como resultado de compromisos acordados entonces con el Banco Mundial.

Estas medidas complementarias incluyeron, en primer término, una liberación de las severas restricciones cuantitativas adoptadas en los años anteriores. Esta liberación se inició a mediados de 1985 y un año más tarde se había traducido en una reducción sustancial de la lista de prohibida importación y en el traslado de más de la tercera parte del universo arancelario de licencia previa a libre importación. Como resultado de ello, cerca de la mitad de las importaciones privadas retornaron a este último régimen (Cuadros 4 y 5). Esta liberación se concentró, sin embargo, en bienes no producidos en el país —inicialmente intermedios y posteriormente de capital (Incomex, 1986).

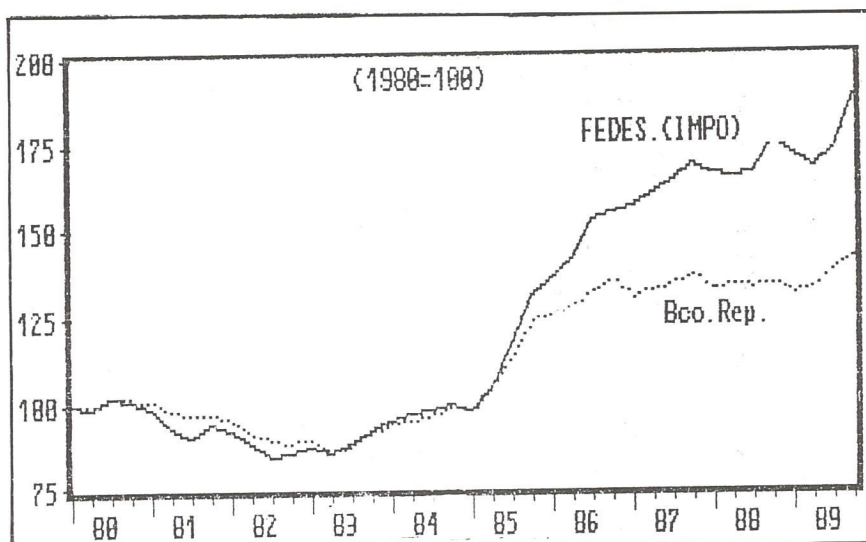
Este proceso coincidió con una ampliación considerable del presupuesto de importaciones, particularmente en 1986, cuando la minibonanza cafetera acrecentó considerablemente la oferta de divisas. Además, en 1985 se redujo en cerca de 10 puntos el arancel promedio. Sin embargo, como esta medida coincidió con la eliminación de un conjunto amplio de exenciones, el arancel medio efectivamente pagado aumentó. A ello se agregó, además, el incremento de 8 puntos de la sobretasa a las importaciones decretado a fines de 1984, con vigencia a partir del 1o. de enero del año siguiente. De esta manera, la protección nominal aumentó sustancialmente (Cuadro 3). Es interesante anotar, sin embargo, que, pese a todas estas medidas, el exceso de demanda de importaciones se mantuvo en niveles muy elevados e incluso se elevó en 1987, cuando la caída en los precios del café generó una demanda especulativa de licencias asociada a las expectativas de reversión del proceso de liberación (Cuadro 6).

Después de las medidas iniciales, el régimen de importaciones se mantuvo relativamente invariable hasta comienzos de 1990 (Cuadros 4 y 5). Entre 1987 y 1990, el arancel experimentó algunos ajustes adicionales, que redujeron al nivel medio en cerca de 5 puntos. Una parte considerable de esta reducción se compensó con el incremento de 3 puntos de la sobretasa arancelaria decretado en los últimos días de 1986. De esta manera, a fines de 1989, el nivel medio de protección, incluyendo la sobretasa (44.6%), seguía siendo muy superior a los niveles que había tenido el país entre mediados de la década de los setenta y comienzos de los ochenta (Cuadro 3). Durante estos años, las medidas más importantes de la política de importaciones se concentraron, así, en la reducción de los rechazos de solicitudes. Este proceso culminó en gran medida en 1989, cuando la tasa de rechazos se redujo a sólo un 4% (Cuadro 6). Como resultado de ello, los registros de importación aumentaron en un 14.5% en el año, pese a que la demanda, reflejada en las solicitudes de registros y licencias, se redujo en un 3.9% (véase el Cuadro 12 más adelante). Este hecho, conjuntamente con procesos anteriores que ha vivido el país y con otros fenómenos a los cuales nos referiremos en la sección siguiente, indican que la liberación que se ha llevado a cabo cuando los distintos bienes están clasificados en régimen de licencia previa son más importantes que el traslado posterior, en gran medida formal, al régimen de libre importación.

El régimen de exportaciones experimentó también cambios importantes durante estos años. En 1985 se eliminó el requisito de consultar la existencia de producción nacional para las importaciones que se realizaran a través del Plan Vallejo. Esta flexibilización, conjuntamente con la agilización de trámites, se ha reflejado en una tendencia continua al incremento en la cobertura de dicho sistema, manteniendo, así, la tendencia que era ya perceptible en el primer lustro de la década pasada. En el caso del CERT, la política estuvo orientada a reducir sus niveles en relación con aquellos alcanzados a mediados de la década. Desde 1987, se obligó a PROEXPO a cancelar su costo con los recursos provenientes de su participación en los recaudos por concepto de la sobretasa a las importaciones (incrementada del 5 al 6% en dicho año). Finalmente, el crédito de PROEXPO se ha reorientado gradualmente hacia el financiamiento de proyectos de inversión y de actividades de post-embarque. Su crecimiento global no ha guardado, sin embargo, relación con la expansión muy dinámica de las exportaciones menores y su cobertura ha tendido, así,

a reducirse en relación con los montos que había alcanzado a mediados de los ochenta (Villar, 1990, y Cuadro 7).

La reducción de algunos incentivos directos ha sido compensada ampliamente por la devaluación real. Además, después del fuerte reajuste del tipo de cambio que se llevó a cabo en 1985, el proceso no se interrumpió. En particular, la tasa de cambio real se incrementó adicionalmente a lo largo de 1986 y desde mediados de 1989 (Gráfico No. 4). La última fase de devaluación se inició poco después del colapso de las cotizaciones internacionales del café y pudo haber estado orientada, así, a compensar los efectos adversos de los precios del grano sobre la balanza de pagos. Sin embargo, en sus presentaciones públicas, la Administración Barco comenzó a presentarla cada vez más como un paso previo a la liberación del régimen comercial.



Los reajustes del tipo de cambio, conjuntamente con la recuperación gradual del comercio intra-Latinoamericano, se ha reflejado en un crecimiento notorio de las exportaciones menores desde mediados de la década de los ochenta. En 1989, dichas exportaciones se habían duplicado en relación con los niveles de mediados de la década, compensando ampliamente las disminuciones que se experimentaron entre 1980 y 1983, particularmente en el caso de las exportaciones industriales y de aquellas destinadas a países miembros de la ALADI. Como estas últimas no han recuperado todavía los niveles de comienzos de los ochenta, las ganancias netas se han concentrado en los paí-

**CUADRO No. 7**  
**EXPORTACIONES MENORES, 1980-1989**

Años	EXPORTACIONES MENORES, DANE		CERT como	Créditos como	Part. del	Indice de la Tasa de Cambio Real de Exportaciones (1980=100)
	U\$ Millones Corrientes	Millones de pesos de 1975	Porcent. de las Export. Menores %	Porcent. de las Export. Menores %	Plan Vallejo en las Export. Menores %	
1980	1668	30330	4.53		36.90	100.00
1981	1608	26841	5.01	47.20	40.60	95.53
1982	1371	25232	6.06	56.25	45.80	90.04
1983	1030	20772	7.63	62.95	48.20	85.42
1984	1098	21776	10.64	59.24	51.90	89.56
1985	1125	25538	12.15	47.55	51.60	98.79
1986	1363	28902	7.47	35.71	54.10	126.69
1987	1556	29895	5.70	37.35	57.30	129.43
1988	1856	33270	5.37	34.33	56.60	133.30
1989	2134		5.56	32.96	57.60	135.47

FUENTE: Villar (1990) y Cuentas Nacionales del DANE

ses desarrollados y en terceros mercados (principalmente en el área centroamericana y del Caribe). En términos de productos, el mayor dinamismo relativo se ha apreciado en las exportaciones mineras, seguidas por las industriales y las agropecuarias —27.1, 17.7 y 9.8% en 1984-1989, respectivamente. Igual ordenamiento resulta de comparar la evolución de las ventas externas en relación con los niveles de comienzos de la década (Cuadro 8).

Así las cosas, a diferencia de los procesos de apertura que se llevaron a cabo durante las Administraciones Valencia y Turbay, la liberación del régimen comercial que se ha adoptado en 1990 ha estado claramente precedida de una devaluación real sustancial y de un proceso dinámico de crecimiento de las exportaciones menores. A ello hay que agregar, por supuesto, el fortalecimiento simultáneo de las exportaciones de petróleo y carbón. Así las cosas, la liberación se ha dado en condiciones similares a aquella que realizó la Administración Pastrana. No obstante, la reducción de las trabas administrativas para la importación de bienes no producidos en el país fue mucho más temprana que en aquella época. Posteriormente, se ha llevado a cabo en forma más gradual a través del régimen de licencia previa, hasta eliminar prácticamente los rechazos en 1989. Por el contrario, los niveles arancelarios aumentaron en términos efectivos durante el proceso y están en niveles promedio sólo comparables a los de comienzos de la década de los setenta. Los conceptos en torno a gradualidad del actual proceso de apertura deben tener en cuenta estos antecedentes.

### C. LA LIBERACION DE 1990

Los lineamientos de un nuevo proceso de apertura, se discutieron al interior de la Administración Barco a lo largo de 1989. La idea esencial que permeaba las primeras propuestas era la de sustituir el régimen de licencias de importación por un sistema generalizado de subastas. Este esquema partía de la apreciación según la cual las restricciones cuantitativas estaban generando rentas a aquellos agentes que tenían acceso al privilegio de importar; el Estado podía, por lo tanto, apropiarse de dichas rentas a través de un mecanismo más transparente de compras externas, sin elevar los costos para los compradores finales de los bienes correspondientes.

El esquema contenía, sin embargo, varias deficiencias notorias. En el caso de los bienes intermedios y de capital, no tenía en cuenta que las empresas industriales realizaban directamente una parte sus-



CUADRO No. 8  
COMPOSICION Y DESTINO DE LAS EXPORTACIONES MENORES  
(US\$ Millones)

COMPOSICION	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Agricultura	580.8	559.3	419.4	474.6	511.0	583.1	567.6	630.6	783.2	895.7
Minería	30.2	53.5	41.2	33.7	30.3	47.0	51.3	75.1	113.2	127.7
Industria	826.7	865.4	812.7	621.9	554.3	705.7	849.8	1021.6	1208.4	1474.7
Bienes no clasificados	163.7	122.8	91.7	52.8	48.4					
DESTINO										
Paises										
Desarrollados	784.0	709.4	604.1	728.0	738.1	798.0	898.7	1032.4	1235.2	1488.0
ALADI	537.7	586.9	526.5	221.8	223.6	272.4	407.9	435.8	457.5	430.9
Otros	279.7	304.7	234.4	233.2	182.3	265.4	162.1	259.2	412.1	579.2
TOTAL	1601.4	1601.0	1365.0	1183.0	1144.0	1335.8	1468.7	1727.3	2104.8	2498.1

Excluye café, hidrocarburos, ferroníquel y Carbón.

tancial de las importaciones. Las rentas, si existían, sólo se apropiaban, así, en forma indirecta, en los mercados de los productos finales. En el corto plazo, el esquema recargaba, por lo tanto, los costos de importación sobre aquellos que estaban generando unos niveles arancelarios y un tipo de cambio real de por sí históricamente elevados. En el caso de los bienes de consumo, tanto importados como finales, el esquema no tenía en cuenta que, al tipo de cambio competitivo que ya tenía el país, los sobrepuestos domésticos eran muy inferiores a los altos márgenes de protección existentes. Este conjunto de circunstancias garantizaba que prácticamente cualquier incremento en los costos de bienes intermedios y de capital se trasladara a los consumidores y que la liberación de bienes de consumo contribuiría poco a reducir los márgenes de ganancia existentes en el mercado doméstico. Por último, el esquema no incorporaba dentro de sus consideraciones la reducción sustancial de los excesos de demanda de importaciones que ya había tenido lugar en los años anteriores.

La idea de establecer un sistema generalizado de subastas fue derrotada en las discusiones. El programa de modernización que se adoptó finalmente en Febrero de 1990 (CONPES, 1990a) incorporaba, sin embargo, algunos de los principios básicos que habían permeado las discusiones, en particular la idea según la cual, en una primera fase, de dos años, el gobierno eliminaría las restricciones cuantitativas, sustituyendo sus efectos proteccionistas por protección arancelaria y de tipo de cambio. En una etapa posterior, de tres años, la liberación se concentraría en una reducción gradual y sostenida del arancel, hasta alcanzar un nivel que se consideraba deseable para proteger la producción nacional  $-25\%$ , incluyendo la sobretasa arancelaria.

El programa anunció, además, que la liberación seguiría cuatro criterios básicos. Tres de ellos resultan evidentes a la luz de consideraciones hechas a lo largo de este trabajo: (a) gradualidad, ya que la estructura productiva del país sólo se podría adecuar con el tiempo a las nuevas condiciones; (b) sostenibilidad, para evitar que los efectos adversos de corto plazo sobre la producción y las reservas internacionales obligaran a revertir el proceso en forma prematura; este criterio era, en realidad, complementario del anterior, pero implicaba, además la necesidad de contar con una política macroeconómica consistente; y (c) un mayor grado de automaticidad en el uso de los criterios de protección, para reducir la discrecionalidad en el manejo de los instrumentos existentes.

El cuarto criterio, de universalidad, establecía que se tratarían de evitar discriminaciones en favor o en contra de sectores específicos. Aunque este hecho se reflejó en la decisión de poner toda la producción manufacturera — no así la agrícola — bajo algún tipo de competencia externa, la clasificación de las posiciones arancelarias en cinco regímenes de importación diferentes tuvo como telón de fondo un criterio de selectividad, acorde, por lo demás, con las características de la economía colombiana. En efecto, la clasificación de los bienes en las distintas agrupaciones tuvo en cuenta la existencia de producción nacional, la exposición pasada de los sectores respectivos a la competencia externa y el tipo de bienes involucrados (de consumo vs. intermedios o de capital).

La primera de estas agrupaciones era la tradicional de libre importación. Los artículos clasificados inicialmente en este régimen eran bienes intermedios y de capital no producidos en el país. Posteriormente se acrecentó, sin embargo, con insumos y equipos que tienen producción nacional, para los cuales no había, sin embargo, evidencia de un crecimiento rápido de la demanda a través de algunos de los mecanismos de licencia previa. El sistema de previa—libre agrupaba igualmente bienes intermedios y de capital y se caracterizaba por la aprobación automática de las solicitudes presentadas a consideración del Incomex. El denominado previa con cupo se componía del mismo tipo de bienes; se diferenciaban de los anteriores por el hecho de que la protección arancelaria se consideraba insuficiente. El sistema de encuestas, a través del cual se materializó la idea inicial de establecer subastas de licencias, quedó restringido a bienes de consumo o a algunos intermedios que tienen el carácter de terminados (textiles y herramientas). Finalmente, el viejo tratamiento de licencia previa, que pasó a ser denominado previa—previa, quedó restringido a insumos y productos del sector agropecuario, y a artículos que por razones extraeconómicas no podían ser liberados<sup>19</sup>.

De esta manera, siguiendo viejas prácticas colombianas, el sistema diseñado a comienzos de 1990 favoreció las importaciones de bienes intermedios y de capital, particularmente aquellos no producidos en

---

19. Armas y productos químicos y farmacéuticos legalmente monopolizados por entidades adscritas al Ministerio de Salud o por el Consejo Nacional de Estupefacientes. La única excepción a las reglas anteriores es el caso de las llantas de automóvil, las cuales, en razón de distorsiones generadas por el control de precios en años anteriores, quedaron cobijadas por un sistema más restrictivo durante un período de transición.

el país o para los cuales no existía un exceso de demanda de importaciones. Protegió, además, en forma selectiva, la producción de bienes intermedios y de capital producidos en el país y, especialmente, de bienes de consumo. Además, no hizo extensiva la liberación al sector agropecuario. Los traslados entre las distintas listas entre febrero y septiembre involucraron básicamente la ampliación del régimen de libre importación con un conjunto de bienes intermedios y de capital, la mayoría de ellos clasificado originalmente en la lista de previa—libre, para los cuales la demanda no se había incrementado en forma notoria. Adicionalmente, en julio, se trasladó la lista de prohibida importación a encuesta y una parte de las posiciones de previa con cupo y encuesta a previa—libre o libre importación; en este último caso, los traslados se refirieron a posiciones para las cuales no había producción nacional o no se han presentado solicitudes de importación (Cuadro 9).

Aún antes de la virtual eliminación del régimen de licencia previa a comienzos de noviembre, la liberación de importaciones era una de las más importantes que había realizado el país a lo largo de su historia. En efecto, la proporción de posiciones arancelarias clasificadas en el régimen de libre importación en noviembre era la más alta de las dos últimas décadas (Cuadro 5) y cubría más del 80% de las importaciones privadas. No obstante, dadas las diferencias marcadas que existen entre la estructura de las compras externas y de la producción nacional, cerca del 44.1% de esta última quedaba todavía protegida por el régimen de licencia previa. En cualquier caso, este porcentaje se había reducido en forma igualmente rápida desde comienzos del año: del 82.7% antes de la reforma de febrero, al 55.5% en julio y al citado 44.1% en septiembre.

Curiosamente, la liberación ha coincidido con un estancamiento de la demanda de solicitudes de importación al Incomex y una disminución marcada de los giros por importaciones; ambas contrastan, además, con el crecimiento de las compras externas efectivas, según se reflejan en las cifras de manifiestos de aduana (Cuadro 10). El comportamiento de los giros está asociado con fenómenos diferentes a la demanda de importaciones, que no es del caso analizar aquí<sup>20</sup>. En el caso de las solicitudes de licencias, fuera de elementos que pue-

---

20. En efecto, cabe recordar que la brecha entre manifiestos de aduana y giros tiene como contrapartida un flujo de capital de signo inverso. Por lo tanto, los giros están afectados, no sólo por la demanda de importaciones, sino también por aquellas variables que inciden sobre el endeudamiento externo neto.

CUADRO No. 9  
 EVOLUCION DEL REGIMEN DE IMPORTACIONES DURANTE  
 1990  
 (Número de items)

	A dic/89	Feb 22	Jun 4	Jun 13	Jul 24	Sep 19	Nov 6
LIBRE	2004	2861	2873	2986	3475	3940	4994
PREVIA	3086	2229	2231	2118	1683	1218	170
P-Libre		799	798	688	541	76	
P-Previa		356	356	354	354	354	
P-Cupo		330	332	331	236	236	
P-Encuesta		744	745	745	552	552	
PROHIBIDA	54	54	54	54	0	0	0
TOTAL	5144	5144	5158	5158	5158	5158	5164

FUENTE: Resoluciones C.D.C.E.

para utilizarlo. Esto indica que la información que suministran dichas encuestas puede ser inadecuada para captar la demanda potencial de largo plazo de las importaciones respectivas. Por su parte, la alta concentración de la demanda en unos pocos rubros llevó a que en la última asignación del régimen de previa con cupo se rechazara una alta proporción de las solicitudes (62%), concentradas en unos pocos ítems<sup>22</sup>.

En materia arancelaria, las tres reformas adoptadas a lo largo del año, pero especialmente las de marzo y septiembre, han tenido también efectos notorios. En efecto, según lo indica el Cuadro 13, dichas reformas redujeron el arancel ponderado por importaciones en 6.8 puntos, a lo cual hay que agregar 5 de sobretasa. La disminución de aranceles y sobretasa compensa, por sí sola, todo el efecto de la devaluación real más reciente sobre el precio relativo de los bienes importados. En la primera de dichas reformas, las reducciones más fuertes se concentraron en bienes de consumo y, en menor medida, de capital. La segunda reforma estuvo orientada a abaratar los bienes de capital, con vistas a incentivar la inversión necesaria para llevar a cabo el proceso de reconversión. La reducción en la protección de las ramas de bienes de capital quedó parcialmente compensada, en esta última reforma, con la eliminación de las exenciones que han disfrutado tradicionalmente las compras oficiales de maquinaria y equipo. Por su parte, la reforma de noviembre profundizó las reducciones de los aranceles de bienes intermedios y de capital, pero incrementó en varios casos los aranceles, para compensar la eliminación de la licencia previa.

En cualquier caso, la protección efectiva promedio que proporciona el arancel después de la última reforma es alto e incluso sólo superior al que existía en 1979, si se tiene en cuenta el aumento significativo que ha tenido la sobretasa de importaciones. Sin embargo, la tendencia a reducir en forma relativamente uniforme los distintos aranceles ha implicado que la estructura tradicional de protección se ha reproducido. De hecho, en algunos casos se ha llegado a niveles de protección que pueden ser bajos a la luz de las consideraciones de las partes II y III de este trabajo (bienes de capital), en tanto que en otros se mantienen niveles excesivos desde una perspectiva de largo plazo (bienes de consumo —véase el Cuadro 14—).

---

<sup>22</sup>. El 77% de los rechazos se concentró en tres posiciones: tubos de hierro o acero con sutura, hojalata y chapas de hierro o acero revestidas y no trabajadas.

Los lineamientos de la apertura que llevará a cabo la Administración Gaviria fueron detallados finalmente en la reunión del Consejo Nacional de Política Económica y Social del 29 de octubre, durante la cual se debatieron y conciliaron las distintas posiciones planteadas al interior del equipo económico (CONPES, 1990b). Estos lineamientos establecen que la apertura continuará en forma gradual pero progresiva y se extenderá a todos los sectores, incluyendo el agropecuario. Según hemos visto, los controles cuantitativos fueron sustituidos por un sistema de protección basado en aranceles. No obstante, según lo indica la Ley Marco de Comercio Exterior, el régimen de licencias se mantuvo como un mecanismo de excepción, para enfrentar circunstancias críticas difícilmente manejables a través de los instrumentos macroeconómicos tradicionales.

En este contexto, la gradualidad recaerá fundamentalmente en el proceso de reducción arancelaria. El gobierno ha definido, en este campo, que el proceso de desgravación se llevará a cabo en 36 meses, durante los cuales la protección nominal promedio se reducirá en forma progresiva hasta alcanzar un 15% en diciembre de 1993, incluida la sobretasa. Los niveles máximos, excluidos los vehículos, se reducirán de un máximo del 63 al 23% ; en el caso de los vehículos la reducción será del 113 al 58% , con un recargo adicional para los carros de lujo. En cualquier caso, la estructura final garantizará una protección efectiva razonable a la producción nacional (25% en promedio al final del proceso). Además, se reforzarán los mecanismos de protección contra las prácticas desleales de comercio, siguiendo las normas del GATT sobre la materia. En desarrollo de este propósito, el estatuto anti-dumping comenzó a operar durante el mes de octubre y la norma legal correspondiente fue objeto de una revisión a fondo a mediados del mismo mes.

Fuera de las medidas anteriores, el país ha estado inmerso en un proceso activo de negociaciones a nivel Latinoamericano, cuyas implicaciones de largo plazo pueden ser más importantes en términos de competencia a la producción doméstica que las medidas más generales de liberación. Los efectos más importantes son aquellos que se derivan de la Declaración de Galápagos firmada por los Presidentes de los países del Grupo Andino el pasado mes de diciembre. En esta Declaración, los Presidentes establecieron una meta relativamente cercana, finales de 1995, para la conformación de un área de libre comercio en la subregión y el compromiso de conformar una unión aduanera antes de fines del siglo. Los compromisos se aceleraron adicionalmente en las reuniones de la Comisión del Acuerdo de Cartage-

CUADRO No. 11

SOLICITUDES E IMPORTACIONES REGISTRADAS, SEGUN REGIMEN  
VIGENTE A JULIO DE 1990  
(US\$ Millones)

	SOLICITUDES				APROBACIONES			
	1988	1989	I SEMESTRE		1988	1989	I SEMESTRE	
			1989	1990			1989	1990
LIBRE					3,773.2	4,089.2	2,105.9	2,092.5
PREVIA	2,493.2	2,344.0	1,193.6	1,079.1	2,093.2	2,626.9	1,348.9	1,272.0
P-Libre	1,268.5	1,072.9	549.7	451.1	994.2	1,204.4	598.0	509.2
P-Previa	468.2	572.8	300.6	216.7	375.9	579.9	312.4	296.1
P-cupo	341.9	343.2	153.6	200.1	277.5	341.3	175.5	223.0
P-Encuesta	414.6	355.1	189.7	211.2	445.6	501.3	263.0	243.7

FUENTE : INCOMEX



CUADRO No. 12  
SOLICITUDES Y SOBRE-ARANCELES PONDERADOS DE  
LAS ENCUESTAS

CAPITULO	SOLICITADO			SOBRE-ARANCEL PONDERADO		
	1ª Encuesta US\$ Miles	2ª Encuesta Miles	VAR. %	1ª Encuesta %	2ª Encuesta %	
10	Cereales	828	168	-79.8	7.2	0.1
15	Grasas y aceites (animales y vegetales)	3,244	5,178	59.6	12.1	11.4
16-21	Alimentos preparados	75	2,517	##	9.1	0.3
22	Bebidas	309	897	190.1	1.5	0.0
33	Artículos de perfumería	10	1,519	##	7.5	20.2
50-63	Textiles y confecciones	2,832	6,292	122.2	10.6	5.5
64	Calzado	262	548	108.9	6.7	4.7
68-70	Cerámica y vidrio	774	994	28.5	12.2	3.4
82	Herramientas de metales comunes	355	346	-2.4	11.2	4.3
84-85	Maquinaria	1,573	1,556	-1.1	11.4	8.0
87	Material de transporte	18,408	34,854	89.3	15.4	16.1
97	Juquetes	474	789	66.7	9.9	4.9
	Otros 1/	2,162	2,047	-5.3	7.4	5.2
	TOTAL	31,307	57,704	84.3	13.2	12.5
	Total sin vehículos	12,899	22,850	77.1		
	Total sin vehículos y cap. excluidos	10,737	20,803	93.7		

1/ Capítulos excluidos o sin demanda en la segunda encuesta  
\*\* Crecimiento superior al 1000%

**CUADRO No. 13**  
**ESTRUCTURA DE LAS TARIFAS ARANCELARIAS**  
**(Arancel ponderado por importaciones)**

	IMPORTACIONES DANE 1989 (US\$Mill)	ARANCEL PROMEDIO PONDERADO			
		Pre-Reforma	Reforma Marzo/90	Reforma Sep/90	Reforma Nov/90
		%	%	%	%
BIENES DE CONSUMO	562.2	73.0	45.0	45.0	47.6
1. Consumo no duradero	217.1	35.8	27.8	27.3	26.1
2. Consumo duradero 1/	345.1	96.4	55.6	55.4	61.2
MATERIAS PRIMAS Y BIENES INTERMEDIOS	2745.0	15.0	14.0*	13.2	12.4
3. Combustibles y lubricantes	230.6	2.0	1.9	6.3	14.3
4. Para la agricultura	209.3	3.7	3.6	3.6	2.7
5. Para la industria	2305.1	17.9	15.9	14.8	13.1
BIENES DE CAPITAL	1661.6	19.0	16.0	13.0	12.4
6. Materiales de Construcción	152.4	20.4	20.2	14.8	17.4
7. Para la agricultura	52.5	1.1	1.1	1.0	0.6
8. Para la industria	1097.7	19.0	15.6	11.4	10.6
9. Material de transporte	359.0	22.7	18.0	17.2	17.5
DIVERSOS	11.3	50.6	41.1	41.1	37.1
<b>TOTAL</b>	<b>4980.1</b>	<b>23.3</b>	<b>18.1</b>	<b>16.6</b>	<b>16.5</b>

1/ Incluye vehículos de transporte particular.  
 FUENTES: DANE e INCOMEX.



CUADRO No. 14  
 PROTECCION EFECTIVA SEGUNO USO O DESTINO  
 ECONOMICO DE LAS MERCANCIAS  
 (Arancel únicamente)

	1979	1984	1985	1989	1990 (Nov)
BIENES DE CONSUMO					
1. Consumo no duradero <sup>1/</sup>	88.5 %	139.2 %	101.9 %	102.2 %	88.9 %
2. Consumo duradero 1/	82.4	139.9	88.4	90.6	73.8
MATERIAS PRIMAS Y BIENES INTERMEDIOS					
3. Combustibles y lubrican	13.4	13.7	20.3	15.2	23.8
4. Para la agricultura	3.6	3.4	1.1	1.0	12.1
5. Para la industria	34.9	59.3	45.3	40.4	35.1
BIENES DE CAPITAL					
6. Materiales de Construcc	43.1	76.1	51.8	46.1	40.8
7. Para la agricultura	22.5	26.0	15.1	10.9	9.2
8. Para la industria	32.0	45.9	33.4	25.3	12.8
9. Material de transporte	57.5	72.5	49.1	47.7	36.6
TOTAL	43.3	71.4	52.0	47.1	39.8

1/ Incluye vehículos de transporte particular.

FUENTES: 1979-85: Cubillos y torres, 1987  
 1989-90: DNP.

na y de los Presidentes Andinos del pasado mes de noviembre, durante las cuales se acordó la conformación de un área de libre comercio para los tres países más grandes de la subregión a fines de 1991 y de la unión aduanera para estos países a fines de 1993. Subsistirán por algún tiempo algunas excepciones, referidas fundamentalmente a los bienes clasificados en los programas automotriz, metalmecánico y siderúrgico, y una lista residual pero pequeña de excepciones, en la cual se podrán conservar algunos bienes sensibles para los distintos países.

Es evidente que el éxito del programa de apertura estará supeditado al mantenimiento de un sector exportador sólido, dinámico y crecientemente diversificado. De hecho, según hemos visto, el desarrollo exportador ha sido un prerequisite del proceso de liberación de importaciones en curso, el cual no podrá, además, mantenerse en su ausencia. Para consolidar el dinamismo exportador, será necesario, por supuesto, mantener los dos pilares sobre los cuales se ha apoyado: una política cambiaria realista, que mantenga los logros sustanciales que ha tenido el país en materia de devaluación real, y niveles adecuados de inversión en el sector minero. No obstante, la experiencia del país indica que este esfuerzo debe apoyarse, además, en el manejo de un conjunto de instrumentos de promoción directa a las exportaciones no tradicionales.

En materia crediticia, la política anunciada por la Administración Gaviria estará orientada a garantizar la disponibilidad más que a mantener tasas de interés subsidiadas de crédito de exportaciones. Esto último es, además, un prerequisite de lo primero, ya que con un régimen de subsidio a las tasas de interés no sería posible multiplicar la capacidad crediticia para el comercio exterior, como lo pretende el nuevo gobierno a través de la conversión de PROEXPO en un Banco de Comercio Exterior y la contratación de recursos de crédito externo para tal fin. Ello no obsta para que el nuevo Banco no canalice recursos de costo más bajo en líneas que reciben un tratamiento preferencial a nivel internacional (v. gr., para la exportación de bienes de capital).

El CERT está siendo, además, objeto de revisión para reducir su costo fiscal y adecuarlo a un sistema de devolución de impuestos indirectos, al menos en el caso de los principales mercados de destino de nuestras exportaciones. Este proceso se llevará a cabo, sin embargo, en forma gradual, para no afectar el dinamismo de las exportaciones. La Ley Marco de Comercio Exterior mantiene, además, las normas de la Ley 48 de 1983 que autorizan al gobierno a seguir

manejando el instrumento en forma selectiva, no sólo por productos, sino también por mercados de destino. En el proyecto, se conservan igualmente todas las modalidades existentes del Plan Vallejo (incluyendo la de bienes de capital) y se hace claramente extensivo este régimen a la exportación de servicios y tecnología. El gobierno viene estudiando otros mecanismos que permitan ampliar la cobertura de este sistema de promoción, particularmente en el caso de las empresas medianas y pequeñas.

En lo relativo a zonas francas, la Ley Marco establece la posibilidad de convertirlas en entidades mixtas o privadas o de crear nuevas con tal carácter. Además, mantiene la filosofía de la Ley 48 de 1983, de acuerdo con la cual dichas zonas se orientarán fundamentalmente a producir para los mercados de exportación. De hecho, en ausencia de dicho criterio, puede ser necesario convertirlas en parques industriales. Por otra parte, establece también la posibilidad de crear fondos de sustentación de productos básicos de exportación, tratando de dar fuerza a un sistema que ha tenido una aplicación esporádica en la economía no cafetera del país. Por último, las funciones de promoción comercial se mantendrán en cabeza de PROEXPO.

El programa de apertura y modernización se apoya en medidas complementarias en otras áreas de la política gubernamental. Quisiéramos resaltar aquí cuatro de ellas. La primera es la necesidad de una política tecnológica, superando, así, uno de los mayores vacíos de la política económica y, particularmente, industrial del pasado. La segunda es la urgencia de mejorar y abaratar sensiblemente los servicios portuarios y de transporte internacional de mercancías, así como el acceso a los principales puertos del país. Por otra parte, el gobierno es consciente de la importancia de contar con recursos crediticios adecuados para financiar los programas de reestructuración industrial que deberán llevar a cabo las empresas colombianas en los próximos años. Por último, el proyecto de reforma laboral contempla algunos ajustes a la legislación correspondiente que se consideran necesarios para darle a las empresas una mayor flexibilidad en un contexto de competencia.

El análisis detenido de estos temas rebasaría, como es obvio, los objetivos de este ensayo. Vale la pena resaltar, sin embargo, que la Ley Marco de comercio exterior destina el impuesto del 6% a las importaciones que hoy financia las actividades de PROEXPO a un Fondo de Modernización Económica. Acorde con el criterio de complementariedad entre la política de comercio exterior y otras áreas

García, Jorge, 1981, "The effects of exchange rates and commercial policy on agricultural incentives in Colombia: 1953-1978", Washington: International Food Policy Research Institute.

—, 1987, "The timing and sequencing of a trade liberalization policy: the case of Colombia", Mimeo, Banco Mundial, septiembre.

Garay, Luis Jorge, 1982, "La política de importaciones, 1978-82: una evaluación", Mimeo, Incomex, junio.

—, Martínez, Manuel, Giordanelli José, Villaveces Ricardo y Castro Yesid, 1974, "Análisis de la estructura de control de importaciones en Colombia", Informe de Investigación, Fedesarrollo, agosto.

Giraldo, Gonzalo, 1979, "Estructura de la protección arancelaria y para-arancelaria en Colombia después de las reformas de 1979", Revista de Planeación y Desarrollo, mayo-agosto.

Gómez Buendía, Hernando, 1976, "Los grupos industriales y el desarrollo colombiano: coyunturas e interpretaciones", Coyuntura Económica, diciembre.

Hutchenson, Thomas Lee, 1973, "Incentives for Industrialization in Colombia", Tesis Doctoral, Universidad de Michigan.

INCOMEX, 1986, "Informe de actividades", 1982-1986, Bogotá, junio.

Katz, Jorge M., 1984, "Domestic technological innovations and dynamic comparative advantage: further reflections on a comparative case-study program", Journal of Development Economics, Vol. 16, pp. 13-37.

—y colaboradores, 1986, "Desarrollo y crisis de la capacidad tecnológica latinoamericana": el caso de la industria metalmeccánica, Buenos Aires: CEPAL.

Krugman, Paul, 1984, "Import competition as export promotion", en Henryk Kierzkowski (ed.), Monopolistic competition and international trade, Oxford University Press.

Londoño, Juan Luis, 1989, "Agricultura y transformación estructural: Una comparación internacional", Revista de Planeación y Desarrollo, julio-diciembre.

Lora, Eduardo y Crane Catalina, 1990, "La apertura y la recuperación del crecimiento económico", en Lora Eduardo, (ed.), Apertura y crecimiento: perspectivas para los noventa, Bogotá: Tercer Mundo Fedesarrollo.

Martínez, Astrid, 1986, "La estructura arancelaria y las estrategias de industrialización en Colombia", 1950-1982, Bogotá, Universidad Nacional.

Ocampo, José Antonio, 1988a, "Cuatro décadas de endeudamiento externo colombiano", en Ocampo José Antonio y Lora Eduardo, Colombia y la deuda externa, Bogotá: Tercer Mundo Fedesarrollo.

—, 1988b, "Los dilemas de la política comercial en América Latina", Coyuntura Económica, diciembre.

—, 1989a, "Efectos de la liberación y del control de importaciones sobre la industria manufacturera colombiana, 1976-1986", Coyuntura económica, marzo.

—, 1989b, "El desarrollo económico", en Lora Eduardo y Ocampo José Antonio (eds.), Introducción a la macroeconomía colombiana, Bogotá: Tercer Mundo Fedesarrollo.

—, 1989c, "El proceso ahorro-inversión y sus determinantes en Colombia", en Caballero Carlos (ed.), Macroeconomía, mercado de capitales y negocio financiero, Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia.

—, 1990a, "The transition from primary exports to industrial development in Colombia", en Magnus Blomström y Patricio Meller (eds.), Diverging Paths: A century of Scandinavian and Latin American Economic Development, Baltimore: John Hopkins University Press, en prensa.

—, 1990b, "Determinantes y perspectivas del crecimiento económico en el mediano plazo", en Lora Eduardo (ed.), Apertura y crecimiento: perspectivas para los noventa, Bogotá: Tercer Mundo Fedesarrollo.

— y Montenegro Santiago, 1984, "Crisis mundial, protección e industrialización", Bogotá: Cerec.

Pack, Howard y Larry Westphal, 1986, "Industrial strategy and technological change: theory versus reality", Journal of Development Economics, Vol. 22, pp. 87-128.

Perfetti, Juan José y Rueda María Clara, 1990, "La estructura de protección efectiva y el desempeño del sector agropecuario", Coyuntura Económica, marzo.

Prebisch, Raúl, 1964, "Nueva política comercial para el desarrollo", México: Fondo de Cultura Económica.

Ramírez, Clara, 1989, "Sector productivo y desarrollo tecnológico", Mimeo, Misión de Ciencia y Tecnología, diciembre.

Roberts, M. J., 1988, "The structure of production in Colombian manufacturing industries, 1977-1985", Mimeo, Banco Mundial.

Syrquin, Moshe, 1987, "Crecimiento económico y cambio estructural en Colombia: una comparación internacional", Coyuntura Económica, diciembre.

Teitel, Simón y Francisco Thoumi, 1986, "From import substitution to exports: the manufacturing experience of Argentina and Brazil", Economic Development and Cultural Change, Vol. 34, pp. 445-490.

Thomas, Vinod, 1986, "Macroeconomía y política agropecuaria": la experiencia colombiana, Bogotá: Banco de la República.

Villar, Leonardo, 1985, "El control cuantitativo a las importaciones en Colombia, julio de 1983-julio de 1984", Coyuntura Económica, octubre.

—, 1990, "Comercio exterior: ajuste y vecinos en problemas", Economía colombiana, junio-julio,

World Bank, 1989, "Colombia: Commercial Policy Survey", Mimeo, febrero.



## COMENTARIO

*Jorge García García\**

Quiero agradecer a la Asociación Bancaria de Colombia, a Carlos Caballero Argáez —su expresidente— y a Florángela Gómez —su actual presidente— por la invitación a participar en este simposio y por darme la oportunidad de expresar mis puntos de vista sobre la apertura económica en Colombia al comentar el trabajo de José Antonio Ocampo, que presenta una visión comprensiva y detallada del tema de la apertura y es, a mi modo de ver una visión del proteccionismo y su justificación en Colombia.

El trabajo plantea dos puntos principales: primero, que el actual proceso de apertura debe defenderse en función de las posibilidades que ofrece la economía colombiana actual, gracias a los logros alcanzados en fases anteriores del desarrollo (o del proceso de sustitución de importaciones) y segundo que, al menos en las condiciones colombianas, las virtudes del gradualismo son evidentes. El autor organiza sus argumentos de la siguiente manera: Primero, presenta una visión retrospectiva de la economía colombiana; segundo, hace unas consideraciones teóricas y empíricas respecto al debate sobre la apertura; tercero, analiza brevemente la experiencia colombiana pasada con procesos de apertura, y cuarto, examina el proceso de apertura en curso. En esta última sección hace una breve recapitulación de las tres secciones anteriores, luego examina los antecedentes inmediatos del proceso de apertura actual y termina con el examen de la liberación de 1990.

Aún cuando me gustaría comentar detalladamente todo el trabajo, por razones de espacio y tiempo concentraré mis comentarios sobre sus puntos más sobresalientes. Estos puntos son un buen reflejo de la forma como algunos economistas profesionales, la gran parte de la clase empresarial y un amplio espectro de la opinión pública colombianos piensan o han pensado sobre los temas del proteccionismo y la liberación comercial. Yo no comparto ni he compartido esa opinión. Mi visión de la política de comercio exterior en Colombia es la

---

\* Banco Mundial.

de que los agentes económicos —como consumidores y productores— deben tener plena libertad para tomar sus decisiones de producción y consumo con la menor interferencia posible del estado. Por ello, aún cuando pueda compartir algunos aspectos muy específicos y aislados de lo expresado por José Antonio Ocampo en su trabajo, mis comentarios a sus planteamientos, a su argumentación teórica y a su interpretación de la evidencia empírica serán críticos.

Mis comentarios están organizados de la siguiente forma; primero hago algunas observaciones sobre la interpretación del autor a la experiencia histórica colombiana en materia de proteccionismo, luego comento brevemente su descripción de los procesos de liberación en Colombia y, finalmente, analizo aquellos aspectos del trabajo que tocan con la forma como debe efectuarse el proceso de liberación y la razones que justifican sus recomendaciones.

En la primera sección el autor plantea que, primero, el esquema de sustitución de importaciones adquirió su verdadera forma en 1959 y 1964 cuando el arancel se diseñó para lograr tal objetivo y, segundo, el modelo de desarrollo económico de Colombia fue un modelo “mixto” en su fase tardía de sustitución. En cuanto a la primera observación debo anotar que la adopción de un arancel en 1959 y 1964 que adquiere la estructura característica de los sistemas arancelarios de los regímenes de sustitución de importaciones no debe identificarse con la idea de que el proteccionismo en Colombia se inició a finales de los cincuenta. En verdad, el proteccionismo ha existido por largo tiempo en Colombia. La protección en Colombia viene desde el siglo 19 y el debate entre libre comercio y proteccionismo lo ganó el segundo hace más de 100 años<sup>1</sup>. En cuanto a su observación de que el modelo de desarrollo económico colombiano es un modelo mixto en su fase tardía de sustitución considero que ésta es equivocada. La existencia de protección a la producción nacional acompañada de mecanismos de promoción de exportaciones no significa que *efectivamente* se puedan proteger las dos actividades simultáneamente. Lo que importa es el estímulo *neto* a las actividades que sustituyen importaciones o a las que producen bienes para exportar. No hay tal cosa como un modelo mixto; se tiene o no se tiene proteccionismo. El problema es, finalmente, cuánto proteccionismo se tiene. Así, si en un régimen de comercio exterior hay libertad de impor-

---

1. Ver. al respecto, Ospina Vásquez Luis, *Industria y Protección en Colombia 1810-1930* (Medellín: ESF, 1955), y Marco Palacio, *El Café en Colombia 1850 - 1970: Una Historia Económica, Social y Política* (Bogotá: Siglo XXI/El Ancora Editores, 1983). p. 39.

tar —es decir, no hay licencia de importación— pero se paga un arancel, entonces ese régimen es proteccionista. Cuán proteccionista es ese régimen depende del arancel cobrado a las importaciones. Así, aquella economía que tiene un arancel del 5 por ciento sobre las importaciones es menos proteccionista que una que tiene un arancel del 15 por ciento. Sin embargo, ambas son proteccionistas.

En la tercera sección el autor presenta una breve descripción de los procesos de liberación en Colombia. Aquí, al igual que en la sección anterior, el autor confunde la forma con el fondo al decir que la liberación de las importaciones de aquellos bienes cuya importación se aprueba automáticamente ocurre cuando éstos se trasladan a listas menos restrictivas. Ese traslado es simplemente la aceptación de un hecho cumplido. Al afirmar que la liberación sólo ocurre cuando la mercancía se coloca en la lista de libre importación se está cometiendo una equivocación seria. Es por ello que el autor sitúa en 1973-74 la liberación de 1967-74. Aún cuando hubo pasos muy importantes en 1973-74 en materia de liberación comercial al eliminarse una parte importante de las restricciones cuantitativas a las importaciones, el proceso de liberación del comercio en Colombia, entendido éste como incluyendo el proceso de reducción del premio asociado con el componente de restricciones cuantitativas a las importaciones, se inició en 1967-68.

La sección 4 es la parte más importante del trabajo de José Antonio Ocampo porque en ella el autor establece las características y la forma que debe adoptar un proceso de apertura del comercio en Colombia. Por ser esta la parte más pertinente para la discusión actual es por ello que la mayor parte de mis comentarios se concentra en ella. Las características y forma que a juicio de José Antonio Ocampo debe tener un proceso de liberación en Colombia son las siguientes:

1. Dentro de ciertos límites, la protección a la producción nacional no es un obstáculo al desarrollo exportador.
2. La condición necesaria para que haya liberación es que se mantenga un tipo de cambio realista.
3. La liberación de importaciones no es sostenible si no está acompañada de esfuerzos *previos* de devaluación real y de diversificación exportadora.
4. Las ganancias de un proceso acelerado de liberación comercial podrían ser limitadas, en tanto que sus costos de corto plazo en términos de actividad económica no serían despreciables.

5. El país no debe abandonar el instrumento de restricciones cuantitativas para manejar las crisis cambiarias.
6. En el largo plazo, el país debe mantener un régimen selectivo de protección.

Estas reglas las deriva de la evidencia empírica y del análisis teórico que presenta en las secciones anteriores del trabajo. Al respecto debo anotar que el sistema propuesto y sus características no son diferentes a la situación actual, y en particular a las del pasado. Este es el sistema de restricciones al comercio que ha operado en Colombia en la postguerra. Lo que el autor propone, efectivamente, es el inmovilismo económico en materia de liberación comercial. En segundo lugar, la evidencia empírica que usa y la interpretación de los acontecimientos no sustentan sus argumentos y recomendaciones; yo, al menos, tengo una interpretación completamente diferente de lo sucedido en Colombia entre 1950 y 1990. Tercero, la lógica de su argumentación es incorrecta, y esto espero demostrarlo seguidamente al examinar sus recomendaciones específicas.

La primera observación del autor es que la protección a la producción nacional no es un obstáculo al desarrollo exportador. Esta afirmación proviene del hecho de que el autor no acepta que un impuesto a las importaciones es un impuesto a las exportaciones. Esta es una de las afirmaciones menos controvertidas de la teoría económica. Baste ilustrar este punto con un ejemplo. La tasa de cambio implícita para los carros producidos en Colombia es de unos 1.000 pesos por dólar y para las exportaciones de flores y algodón es de unos 550 pesos por dólar. Este ejemplo es válido, en mayor o menor grado, para el resto de las importaciones y exportaciones. Por ello debo preguntar: Qué otra cosa sino un impuesto a la exportación es la protección a la producción nacional? Es razonable gravar las exportaciones con un impuesto del 45%? Cuáles son, entonces, los límites de lo razonable? En conclusión, la protección, por ser un impuesto a las exportaciones, sí es un obstáculo al desarrollo exportador.

En cuanto a la importancia de mantener una tasa de cambio realista, concuerdo con el autor en que ello es importante para el éxito de un programa de liberación. Sin embargo, a lo largo del trabajo le queda al lector la sensación de que el autor piensa que la tasa de cambio real es una variable exógena que puede ser manejada a su antojo por el gobierno. Esto no es totalmente correcto. En el muy corto plazo el gobierno puede producir cambios sustanciales en la tasa de cambio real con una devaluación nominal fuerte, pero no así en el mediano y largo plazo. En el largo plazo, la tasa de cambio real es

endógena y su nivel es función, entre otras cosas, de la política fiscal y de la política comercial.

La tercera observación del autor se refiere al hecho de que la liberación de importaciones debe ser posterior a la diversificación de exportaciones y a una devaluación real. Esta afirmación no tiene justificación teórica ni sustento empírico. Teóricamente es posible devaluar y liberar plenamente las importaciones, puesto que la tasa de cambio más alta compensaría el efecto de la eliminación de las restricciones cuantitativas y de la reducción de aranceles. Empíricamente, por otra parte, la evidencia colombiana con las devaluaciones y liberaciones de 1951, 1958-61 y 1968-74, cuando la liberación fue más o menos simultánea con la devaluación tampoco apoya esta hipótesis<sup>2</sup>. Las liberaciones de 1951 y 1958-61 no se pudieron sostener por largo tiempo porque luego de devaluar se mantuvo una tasa de cambio nominal fija cuando se ejecutaban políticas fiscales expansionistas y se aceleraba la inflación. Las experiencias de otros países y la misma experiencia colombiana tampoco apoyan la aseveración del autor en relación con que las exportaciones deben preceder la liberación. Un estudio comparativo de las experiencias de liberación en 19 países (incluida Colombia) apoyado por el Banco Mundial concluye que no es necesario diversificar exportaciones *antes* de liberar las importaciones. Tres episodios serios de liberación de importaciones en América Latina, Bolivia, Chile y México, se adelantaron sin incentivos especiales para las exportaciones (distintos a la tasa de cambio) y sin un proceso anterior de diversificación de exportaciones. Este punto nos trae nuevamente al comentario anterior sobre si la tasa de cambio real es una variable endógena o exógena. Evidentemente, si la protección a las actividades que sustituyen importaciones es un impuesto a las exportaciones, cómo es posible aumentar la tasa de cambio real para las exportaciones si no se quita el impuesto que las destimula?

El cuarto punto que menciona el autor es que las ganancias de un proceso acelerado de liberación podrían ser limitadas, en tanto que sus costos de corto plazo no serían despreciables. Al respecto tengo varias observaciones. Primero, no existe evidencia empírica de que lo planteado por el autor sea cierto en todos los procesos de liberación. Segundo, la experiencia colombiana durante el período 1967-1982

---

2. Debo anotar que en 1951 hubo una devaluación fuerte, lo mismo que en 1957. La devaluación gradual ocurrió sistemáticamente a partir de 1967. En 1958-61 hubo intentos por implantar un régimen de devaluación gradual, pero sin éxito.

demuestra que un proceso lento tiene muy pocas probabilidades de éxito por dos razones; primero, porque un proceso de liberación con un horizonte largo de ejecución tiene poca credibilidad y los empresarios y otros agentes económicos que se benefician del régimen de restricciones se preparan para combatir la liberación antes que para hacerle frente a la competencia externa; y, segundo, durante un proceso largo de liberación es muy probable que las políticas macroeconómicas que validan y hacen sostenible ese proceso se descarrilen. Esto último fue lo que sucedió en Colombia en 1982-84 cuando la liberación fue el chivo expiatorio de un manejo macroeconómico expansionista, mientras que el déficit fiscal —la causa fundamental de la recesión económica y del problema cambiario— no se atacó sino por un período muy corto —en 1985— cuando ya el país estaba al borde de la crisis cambiaria<sup>3</sup>. En cuarto lugar, dada la evidencia empírica disponible, no comparto la afirmación de que los costos económicos no son despreciables. En mi trabajo sobre Colombia para el Banco Mundial, que el autor cita, encuentro que en 1981/1982 el costo de la liberación no excedió, en promedio, el 2% del valor agregado industrial. Para algunos este costo puede ser alto mientras que para otros puede ser bajo. Sin embargo, debo decir que este costo lo sobreestimé deliberadamente con el fin de ponerle un límite superior al posible costo de la liberación. De igual manera, en el estudio comparativo del Banco Mundial tampoco se encuentra evidencia a favor del argumento del alto costo de la liberación. La experiencia reciente de México tampoco lo confirma. Por ello, dada la experiencia colombiana en materia de liberación del comercio en el pasado, creo que ésta debe ser rápida y hacerse en un período corto —uno o dos años—.

El autor considera que para llevar a cabo el proceso de apertura es necesario que el país mantenga el instrumento de restricciones cuantitativas para enfrentar situaciones de emergencia. Mantener este instrumento puede ser una excusa para no aplicar la medicina que normalmente se necesita en una situación de emergencia; restringir el gasto público, aumentar los ingresos fiscales y devaluar. En efecto, la posibilidad de usar las restricciones cuantitativas para situaciones de emergencia puede ser un acicate para ejecutar políticas expansionistas tal como sucedió en Colombia en 1955-57, 1962, 1964, 1965

---

3. Debo anotar que la política fiscal fue expansionista desde antes de 1982. Sin embargo, en 1982 todavía era factible mantener lo alcanzado en materia de liberación hasta ese momento si se hubieran hecho correcciones fundamentales a la política fiscal. Sin embargo, la liberación del comercio nunca fue, hasta esta administración, un objetivo primordial de la política económica.

y 1982-84. Es más, la experiencia colombiana en 1982-84 muestra que aún con control de cambios es posible generar una crisis cambiaria.

Finalmente, el otro elemento que conforma el sistema recomendado por José Antonio Ocampo dentro de un régimen de comercio liberado es que el país debe mantener un régimen selectivo de importaciones. Primero, no hay argumentos teóricos y empíricos sólidos que sustenten esta afirmación<sup>4</sup>. Segundo, dentro de la burocracia estatal nadie conoce mejor que los empresarios privados cuál es la actividad más rentable y qué acciones deben ejecutarse para volverla rentable. El régimen actual de protección en Colombia es un régimen selectivo de protección. Por ello, mantener un régimen selectivo es mantener, probablemente, la estructura del sistema actual. Por otra parte, seleccionar las actividades ganadoras es equivalente a escoger cuáles son las actividades que requieren mayor protección y, por ende, las que generan mayores pérdidas a la sociedad.

Luego de haber examinado la argumentación de José Antonio Ocampo sobre las características que debe tener un proceso de liberación, quiero exponer brevemente las condiciones que deben existir para que haya una liberación efectiva y permanente del comercio exterior. A continuación resumo los resultados de los trabajos comparativos del Banco Mundial sobre el tema. Estos resultados, que comparto, están resumidos en *Liberalizing Foreign Trade in Developing Countries: The Lessons of Experience*, (Washington, World Bank, September 1990). Las condiciones que deben darse para que haya una liberación exitosa del comercio exterior son las siguientes:

1. Eliminar cuotas o licencias de importación. Si es necesario, reemplazarlas por aranceles equivalentes.
2. Comenzar con un programa *fuerte* de liberación puede ser tan deseable como eliminar las licencias. Si la liberación no va acompañada de cambios fuertes en la tasa de cambio real, el costo de la liberación puede ser alto y quitarle apoyo político al proceso.
3. Una devaluación real, temprana, puede ayudar a acelerar el proceso de devaluación. Esto se consigue con una devaluación nominal fuerte y una política fiscal restrictiva.
4. Finalmente una política fiscal austera o restrictiva es fundamental para preservar un alto nivel de la tasa de cambio real.

---

4. Al respecto ver Deepak Lal, *The Poverty of Development Economics* (London: Institute of Economic Affairs, 1983), Hobart Paperback No. 16, pp. 75-77.



El estudio del Banco Mundial encuentra que la existencia simultánea de estas características no es absolutamente necesaria para el éxito de la liberación. Pero una de ellas casi que se puede considerar suficiente: eliminar el sistema de licencias de importación. De la muestra de 36 programas analizados, 11 tuvieron reformas sustanciales del régimen de licencias o cuotas de importación. Nueve de estos once fueron exitosos y en los otros dos el proceso de liberación sufrió una reversión parcial.

Por último, debo anotar que la conclusión principal que derivó de la lectura del trabajo de José Antonio Ocampo es que sus recomendaciones y conclusiones de cómo liberar el comercio en Colombia son una receta para mantener el "statu quo" más que para liberar el comercio. Creo que si el tipo de argumentación utilizada en el trabajo comentado es el que se impone para lograr consenso y apoyo político para un programa de liberación del comercio, esta liberación, al igual que las pasadas, está condenada al fracaso.



agropecuario, aunque será positivo, implicará para su consolidación cambios sustanciales en el financiamiento del agro. En adelante perderá importancia el crédito de fomento y, particularmente, los recursos del actual Fondo Financiero Agropecuario y del futuro FINAGRO, pero adquirirán mucho mayores responsabilidades los bancos del sector en la captación de recursos de un ahorro creciente proveniente de la agricultura y en su intermediación dentro del mismo sector para aprovechar las nuevas oportunidades de inversión que trae consigo la apertura comercial.

## II. EL MARCO POLITICO DE LA APERTURA ECONOMICA

Desde mediados de los años ochentas el Gobierno Colombiano viene adoptando un conjunto de reformas estructurales dirigidas a sentar las bases para un crecimiento sostenido de la economía en la década de los noventas, al buscar la corrección de los desequilibrios fiscales, monetarios y cambiarios imperantes; la reorientación de la economía hacia el exterior, y al dar un papel creciente a los mecanismos de mercado como guías para la asignación de los recursos económicos.

El proceso de ajuste se inició en la Administración Betancur cuando se redujo el déficit fiscal; se corrigió la sobrevaloración de la tasa de cambio y se iniciaron reformas en el sector financiero, así como las primeras medidas de apertura comercial. En líneas generales, aunque con algunos "caveats" que se discuten hoy en Colombia, estas políticas fueron continuadas en la Administración Barco, la cual hacia finales del período prosiguió y profundizó de una manera más explícita el proceso de apertura comercial dentro de su programa de Modernización de la Economía Colombiana<sup>1</sup>. En el curso de los primeros cien días de Gobierno, la Administración Gaviria, por su parte, ha propiciado de manera muy clara la consolidación del proceso de reformas estructurales al acelerar y extender el programa de apertura, así como al someter al Congreso reformas en los campos de cambiario; financiero; fiscal; laboral y del comercio exterior.

Es, así entonces, dentro de este marco de reformas estructurales y de manejo macroeconómico del país que debe analizarse la conveniencia de llevar a cabo una apertura del sector agropecuario y analizar las

---

1. Departamento Nacional de Planeación, *Programa de Modernización de la Economía Colombiana*. Consejo Nacional de Política Económica y Social, DNP, Febrero 22, 1990.

implicaciones que se vislumbran en el futuro para el financiamiento de la agricultura. Al respecto, y como introducción al tema, cabe anotar que el documento original de Modernización de Economía de la Administración Barco muy poco decía sobre el sector agropecuario. Elan sólo presentaba una breve referencia en la que se establecía que no se reducirían los aranceles a algunos productos, principalmente de origen agropecuario. Igualmente, se anotaba que entre los productos que se eximirían de la eliminación inicial de las licencias de importación estaban los del sector agropecuario, que según el Gobierno Barco deberían tener un tratamiento diferente. Con ello, se estaba estableciendo una política de eximir al sector agropecuario de los efectos directos del proceso de apertura a que se sometía la economía nacional.

Por el contrario, en la actual Administración ya se ha hecho referencia explícita a la apertura del sector agropecuario al precisar el Ministro de Hacienda, en su declaración en Homenaje a Luis Carlos Galán, que la tarea más importante en el proceso de apertura a corto plazo es trasladar productos en licencia previa a libre importación “en especial los del sector agropecuario, sustituyendo la protección cuantitativa por protección arancelaria en el marco de un manejo activo de las tasas de cambio”. Este es un cambio fundamental en el enfoque de la apertura frente al sector agropecuario<sup>2</sup>.

El proceso de apertura del sector agropecuario fue confirmado posteriormente por la Ministra de Agricultura en el Congreso de Campesinos, Agricultores y Ganaderos<sup>3</sup>, donde argumentó que el mayor crecimiento potencial de la agricultura estaba vinculado con su orientación al mercado internacional y donde estableció que la apertura económica era un proceso de inserción a la competencia internacional, al cual se sometería “de manera gradual pero progresiva” al sector agropecuario. Fue clara en indicar, en dicho sentido, que el proceso tomará en cuenta la competitividad de cada producto para “evitar la desaparición de cultivos en los cuales se tengan ventajas comparativas por cuenta de países que tenían mayores posibilidades de subvencionar su agro y que permitió el ajuste en el tiempo de

---

2. Hommes Rudolf, “Latinoamérica: Por la Democracia y la Integración”, Homenaje a Luis Carlos Galán en el Primer Aniversario de su muerte, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Agosto 16, 1990.

3. Sintés María del Rosario, Discurso ante el II Congreso Nacional Conjunto de Campesinos, Agricultores y Ganaderos, Ministerio de Agricultura y Ganadería, Septiembre 19, 1990.

los sectores que así lo requerían". En esa forma agregó que se continuaría, luego de estudiar las condiciones del mercado externo, con el progresivo ajuste en los niveles de protección, hasta colocar los productos colombianos en los niveles de competencia requeridos, tomada en cuenta la corrección por subsidios y limitaciones impuestas en los mercados internacionales.

La aplicación de la apertura en el sector agropecuario ha comenzado a evidenciarse con el manejo de los precios de sustentación fijados por el Idema que sólo se vieron incrementados en montos mínimos en semanas anteriores. Esta era una medida esperada ya que en el contexto de internacionalización de la economía, los precios de sustentación, tienen que empezar a reflejar más de cerca los precios internacionales, y sus oscilaciones. Aunque estos otorguen una base mínima de compra al agricultor y cierto grado de estabilización ya no van a jugar el papel de elementos compensatorios para darle estímulos al sector que venían desempeñando en el pasado. Esto se debe a que la política de apertura, aun para la agricultura, lo que pretende lograr es extender una protección más uniforme entre las diferentes actividades económicas. No se puede concebir que se hagan sacrificios de reducción de protección en el sector industrial y no el agropecuario. Entre otras cosas, inclusive sería equivocado desde el punto de vista del mismo sector el no darle unas adecuadas señales de precios a las actividades de exportación frente a la sustitución de importaciones.

En ese sentido, lo que, en todo caso, es importante también realizar es que el papel del Idema tendrá que cambiar; debe pasar de ser un instituto que se nutre y que realiza sus ingresos a partir de las importaciones, a un organismo que va a hacer un almacenamiento a través de las compras de cosechas y a desarrollar labor fundamental de estabilización de ingresos, a través de precios de sustentación que tan solo reflejen los precios internacionales y una protección arancelaria compatible con otros sectores. Para productos que claramente presenten problemas de protección en los países desarrollados y generen excedentes con subsidios, sin embargo, como lo ha insinuado la Ministra se podrían extender protecciones arancelarias mayores.

Desde el ámbito político, el anuncio mismo de la apertura comercial en la agricultura ha inquietado al sector privado, al punto de llevar a campesinos, agricultores y ganaderos a hacer un frente común para la defensa del campo, SAC<sup>4</sup>. De sus declaraciones se trasluce un

---

4. Sociedad de Agricultores de Colombia, *El Sector Agropecuario y la Apertura Económica*, SAC, 1990.

apoyo a las reformas del Gobierno dirigidas a estimular las exportaciones, pero una oposición o al menos un temor manifiesto, en principio, de someter a la producción doméstica a la competencia internacional, argumentándose los impactos negativos que tendría sobre la producción doméstica una apertura súbita de las importaciones, así como los originados en la competencia internacional de países que protegen y subsidian sus agriculturas. De igual manera, se identifica una preocupación por las modificaciones que se puedan presentar en el manejo de los precios de sustentación; y en la protección y en el apoyo para las compras de cosechas ofrecido tradicionalmente por el Idema. Los voceros del sector, por lo demás, no han entrado a evaluar con detenimiento los efectos positivos que tiene sobre la agricultura las reformas estructurales y la apertura económica global.

### III. EL MARCO ECONOMICO DE LA APERTURA Y EL SECTOR AGROPECUARIO

Estudios realizados recientemente para varios países de América Latina, incluyendo a Colombia, Valdes, Kruger y Schiff<sup>5</sup> indican que los sectores agropecuarios han venido estando sujetos, desde los años treinta, a intervenciones de precios y políticas macroeconómicas que han discriminado contra el sector. Se ha observado que a través de la protección se han estimulado a los productos importables y desestimulado a los exportables, lo que en balance ha desfavorecido al agro. Se ha identificado concretamente que la desprotección total ha sido de casi el (30%) y se atribuye la mayor parte de ello a las políticas cambiarias y comerciales adoptadas tradicionalmente.

Ahora bien, los estudios en referencia también han comprobado estadísticamente que la desprotección a la agricultura originada en intervenciones desfavorables de precio; se ha traducido en bajas tasas de crecimiento global del Producto Interno Bruto de la Agricultura, PIBA. De dichos resultados se concluye que precios relativos más altos implicarán un mejoramiento en el perfil de rentabilidad de proyectos de inversión agrícola e inducirán la adopción de nuevas tecnologías y, en general, un desplazamiento de lo que se denomina en la literatura económica como en la curva de posibilidades o frontera de

---

5. Valdes Alberto, Krueger Anne, Schiff Maurice *Economía Política de las Intervenciones de Precios Agrícolas en América Latina*, International Center for Economic Growth, San Francisco y Panamá, 1990.

producción. La conclusión de dichos estudios es no solo que tanto los precios relativos como el desempeño macroeconómico son básicos para un buen resultado en términos de crecimiento agrícola, sino que aún se ha podido comprobar que los efectos de sus intervenciones en países seleccionados han implicado sacrificios en el crecimiento agrícola del 1.00% anual en el pasado.

El otro aspecto que se debe destacar es que las intervenciones de precios implican un transpaso de recursos entre el sector agrícola y el resto de la economía, que se da por motivos muy diferentes como son los impuestos a las importaciones; utilidades de entidades para-estatales dedicadas a la comercialización de productos agropecuarios; costos de insumos industriales que incluyen rentas por la protección cuantitativa al fijarse por encima de lo implícito en los precios internacionales y la protección arancelaria y, cuando se han ejercido controles de precios, en la forma de precios más bajos para los consumidores urbanos.

En el libro de Valdes et. al. que se viene analizando se distingue entre las transferencias directas ejercidas sobre los precios de productos e insumos y las indirectas que se originan, como se explicó atrás, en el manejo de la tasa de cambio y la política comercial. Se identifica allí que las transferencias, especialmente las indirectas, han sido muy significativas alcanzando niveles entre el 20% y el 30% del Producto Interno Bruto Agropecuario.

En resumen, los estudios citados atrás, así como publicaciones anteriores del IFPRI establecen que en la experiencia de años recientes con América Latina se ha observado que la política macroeconómica tiene iguales e inclusive mucho mayores efectos sobre el sector agropecuario que las propias políticas sectoriales<sup>6</sup>. Los artículos recientes de Jorge García y Gabriel Montes para Colombia<sup>7</sup> señalan que la ausencia de una política macroeconómica coherente; de unas guías de manejo cambiario adecuadas y, yo diría, de una falta de apertura, se han traducido en que la política macroeconómica haya protegido al sector industrial; que este inclusive se haya sobreprotegido con el esquema de licencias y que la intervención, en general, de los gobiernos que ha estado dirigida a interferir en el libre funcio-

---

6. Valdes Alberto, "Efecto de las Políticas Comerciales y Macroeconómicas en el Crecimiento Agropecuario: La Experiencia Suramericana" IFPRI, 1989.

7. Montes G. y García J., "The Coffee Boom, Government Expenditures, and Relative Prices in Agriculture: The Colombian Experience" IFPRI, 1989.

namiento de los mercados, ha tenido efectos perjudiciales sobre el sector agropecuario.

Por lo expresado atrás, la revisión de la literatura económica relacionada con la apertura comercial y las reformas estructurales sobre el sector agropecuario tienden a sugerir que este se verá globalmente beneficiado, así algunas actividades individuales de productos importables puedan encontrar un desestímulo. En este aspecto es importante anotar que el impacto negativo sobre algunos productos se verá más que compensado por los estímulos a otros productos, de tal suerte que ni el uso de la tierra, ni el empleo, ni los ingresos de los agricultores en el mediano plazo se verán afectados negativamente de manera permanente.

En cuanto hace relación al plazo en el cual la política de reformas estructurales y de apertura puede tener sus efectos positivos es importante estar conciente que puede ser prolongado, dado que la respuesta a los precios relativos para el conjunto del sector es positivo pero bajo, típicamente, en el corto plazo, así sea cierto que las elasticidades de oferta de productos individuales sean significativos, Binswanger<sup>8</sup>. Esta situación de una lenta respuesta global, parece ocurrir también en Colombia a juzgar por los estimativos realizados de respuesta en la oferta para el conjunto de cultivos. El informe de la Misión de Estudios Agropecuarios señala una elasticidad precio de la oferta para el conjunto de cultivos del 0.15 en el corto plazo, pero del 1.7 en el largo plazo. Este resultado es consistente con la experiencia internacional y contrasta con las elasticidades a corto plazo para cultivos individuales que en Colombia han sido estimados entre 0.2 y 0.6. Estos resultados indican que la velocidad de la respuesta a los incentivos debe tomarse en cuenta en la previsión de los impactos positivos de las medidas de apertura con el fin que no se vean precedidos de efectos negativos por la eliminación de otros incentivos que han favorecido tradicionalmente al sector como el crédito subsidiado, los cuales han tenido el carácter, como se verá mas adelante, de compensatorios.

#### IV. APERTURA ECONOMICA Y EL CREDITO DE FOMENTO AGRICOLA

##### A. EL CREDITO DE FOMENTO AGROPECUARIO EN COLOMBIA

El crédito de fomento en Colombia ha sido tradicionalmente uno

---

8. Binswanger Hans, "The Policy Response of Agriculture" *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*, The World Bank, 1989.

de los principales instrumentos de la política sectorial, mediante el cual se ha buscado estimular al sector agropecuario y asignar los recursos entre las diversas actividades agrícolas y pecuarias.

Esto se ha logrado mediante la constitución del Fondo Financiero Agropecuario con la suscripción forzosa de los denominados Títulos Clase A de la Ley 5 de 1979 y fijados sobre el 15.50/o del promedio diario de las colocaciones en moneda legal de los establecimientos bancarios, exceptuando de esta obligación los Bancos Cafetero, Ganadero y Caja Agraria por su especialización en el sector. Otra fuente importante de recursos del FFAP son los títulos sustitutivos del encaje sobre CDT'S de los bancos, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial, (Resolución 57), así como los denominados Títulos Agroindustriales colocados por el Banco de la República y los recursos del crédito externo (cuadro 1).

En adelante, de acuerdo con la ley 16/90, se mantendrá el sistema de recursos de redescuento; los recursos de inversión forzosa pasarán a la nueva entidad denominada FINAGRO que se nutrirá con los "Títulos de Desarrollo Agropecuario", que deberán suscribirse en proporción a los diferentes tipos de exigibilidades en moneda legal, deducido previamente el encaje, de acuerdo con lo que establezca la Junta Monetaria. Es decir, las inversiones en títulos de la ley 16 se estimarán sobre las cuentas del pasivo del balance de las entidades financieras.

No sobra agregar que en adición a los recursos FFAP se ha canalizado crédito de fondos ordinarios provenientes de la Caja Agraria y de los Bancos Cafetero y Ganadero, así como de los organismos como los Fondos Ganaderos, el Incora y la Federación de Cafeteros, constituyendo en todo caso el FFAP la fuente más importante (cuadro 2).

Antes de entrar a analizar las implicaciones de las reformas económicas y de la apertura comercial en el financiamiento del sector, cabe anotar también que los recursos del crédito se han venido prestando a tasas de interés subsidiadas y que, no obstante, los ajustes que se han realizado en años recientes en el caso del FFAP, según se puede observar en el cuadro 3, éstas continúan situándose por debajo de las tasas comerciales. Esta situación, por lo demás, también ha sido común a las otras fuentes de crédito.

Ha sido calculado por García y Montes<sup>9</sup> y por la Misión de Estu-

---

9. Montes G. y García J., *Trade, Exchange Rate, and Agricultural Pricing Policies in Colombia*, World Bank, 1989.

CUADRO No. 1  
EXPORTACIONES MENORES REALES  
(1970-74 = 100)

(MILLONES DE PESOS)

AÑOS	TITULOS CLASE A DE LEY 5/73		RES.39/78 y/o RES 57/87 de J.M		TITULOS AGROINDUSTRIALES		OTRAS FUENTES 1/		TOTALES	
	VALOR	(%)	VALOR	(%)	VALOR	(%)	VALOR	(%)	VALOR	(%)
	1,974	2,861.0	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2,861.0
1,975	4,847.0	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4,847.0	100.0
1,976	5,538.0	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	5,538.0	100.0
1,977	7,721.0	99.2	0.0	0.0	0.0	0.0	60.0	0.8	7,781.0	100.0
1,978	8,946.0	74.6	1,636.0	13.6	0.0	0.0	1,405.0	11.7	11,987.0	100.0
1,979	11,871.0	61.5	3,064.0	15.9	3,273.0	17.0	1,091.0	5.7	19,299.0	100.0
1,980	16,070.0	67.2	6,653.0	27.8	0.0	0.0	1,174.0	4.9	23,897.0	100.0
1,981	20,268.0	63.1	8,722.0	27.2	2,000.0	6.2	1,135.0	3.5	32,125.0	100.0
1,982	25,120.0	59.9	6,907.0	16.5	8,565.0	20.4	1,371.0	3.3	41,963.0	100.0
1,983	34,751.0	64.0	12,566.0	23.1	5,873.0	10.8	1,134.0	2.1	54,324.0	100.0
1,984	37,366.0	56.2	19,149.0	28.8	9,004.0	13.5	1,022.0	1.5	66,541.0	100.0
1,985	43,946.0	52.0	28,307.0	33.5	11,431.0	13.5	908.0	1.1	84,592.0	100.0
1,986	50,340.0	49.4	49,361.0	48.4	536.0	0.5	1,751.0	1.7	101,988.0	100.0
1,987	62,769.0	49.5	55,977.0	44.1	5,825.0	4.6	2,379.0	1.8	126,900.0	100.0
1,988	98,564.4	59.9	55,787.6	33.9	6,492.1	3.9	3,569.9 2/	2.7	164,414.0	100.0
1,989	121,478.4	53.6	74,067.3	32.7	8,204.8	3.6	22,935.7 3/	10.1	226,686.2	100.0
1,990 *	146,573.3	52.8	88,652.8	31.9	1,377.0	0.5	41,187.1 4/	14.0	277,790.2	100.0

FUENTE: DCA- Sección de Estudios Especiales, con base en Informes DCR

\* Cifras a Agosto 31 1990

1/ Incluye recursos provenientes de la Línea BIRF-1357 y a partir de 1986 recursos de la resolución 36/86 de J.M. (Títulos de Fomento Cafetero).

2/ Incluye \$1555.8 millones de la línea BID-537 , \$ 1.376.7 millones de títulos de fomento cafetero y \$637.3 de la línea BIRF-1357.

3/ Incluye \$21798.2 millones de la línea BID-537 , \$ 1.137.4 millones de títulos de fomento cafetero.

4/ Incluye \$40.438.6 millones de la línea BID-537 , \$ 748.51 millones de títulos de fomento cafetero.

I. RECURSOS IFFAP-ALTOS



CUADRO No. 2  
CREDITO AGROPECUARIO POR INSTITUCIONES  
(Millones de pesos de 1975)

	Caja Agraria (1)	FFAP (2)	Bancos (3)	Fondos Ganaderos (4)	Incora (5)	FNC (6)	CREDITO TOTAL (7)	PIB AGROPEC (8)	RELACION (7)/(8)
1965	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	11737	60310	19.5
1966	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	13428	61996	21.7
1967	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	15178	66561	22.8
1968	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	16606	70866	23.4
1969	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	20791	73334	28.4
1970	9539	1767	7513	1522	1214	449	22005	75815	29.0
1971	10099	1723	7966	1852	1245	449	23333	76621	30.5
1972	10606	1780	7222	2102	1339	485	23533	82069	28.7
1973	10620	1886	5802	2247	1464	583	22603	83759	27.0
1974	9107	4727	5703	2170	1360	643	23711	88319	26.8
1975	8590	6249	4908	2047	1269	657	23720	93730	25.3
1976	7735	6264	4139	1906	1158	653	22555	96066	23.5
1977	7765	8041	3935	1797	916	661	23117	99068	23.3
1978	8365	9744	4318	2089	905	719	26141	107291	24.4
1979	9362	10813	4046	1867	899	954	27940	112689	24.8
1980	9687	11764	4122	1644	883	893	28994	114679	25.3
1981	9660	11962	6370	1449	981	1006	31428	118511	26.5
1982	9820	13277	6756	1322	1055	812	33043	116180	28.4
1983	11353	14915	7337	1417	1151	753	36927	119396	30.9
1984	12407	16910	7663	1524	1440	408	40351	121851	33.1
1985	13369	16839	6907	1411	1748	752	41025	123813	33.1
1986	12906	15372	6049	1369	1615	1232	38542	127728	30.2

Fuente: Para 1970-1980 Hernández, Antonio, Ha sido inflacionario el Crédito Agrario? Para 1981-1986 cálculos de Alvaro Pachón Asociados, basados en la metodología de Hernández  
Series deflactadas con el Índice de Precios Implícitos del PIB Agropecuario 1975=100

CUADRO No 3  
FONDO FINANCIERO AGRPECUARIO  
CONDICIONES FINANCIERAS VIGENTES

27-Sep-70  
04:46 PM

LINEA	TASAS DE INTERES		TASAS DE REDESCUENTO		TASAS DE INTERES NOMINALES T.A.		TASAS DE REDESCUENTO NOMINALES T.A.		TASAS INTERES EFECTIVAS I/		TASAS REDESCUENTO EFECTIVAS I/		TASAS INTERES NOMINALES S.V. I/		TASAS REDESCUENTO NOMINALES S.V. I/		MARGEN DE REDESCUENTO		MARGEN INTERESD. s.v	
	PEQUEÑOS	GRANDES	PEQUEÑOS	GRANDES	PEQUEÑ.	GRAND.	PEQUEÑ.	GRAND.	PEQUEÑ.	GRAND.	PEQUEÑ.	GRAND.	PEQUEÑ.	GRAND.	PEQUEÑ.	GRAND.	PEQUEÑ.	GRAND.	PEQUEÑ.	GRAND.
	DIF	DIF	DIF	DIF																
1. CREDITOS SEMESTRALES	DIF -4.00%	DIF+ 1.00%	DIF -7.00%	DIF -2.00%	25.39%	30.39%	22.39%	27.39%	29.99%	37.17%	25.91%	32.81%	28.03%	34.24%	24.42%	30.48%	70.00%	70.00%	1.04%	3.00%
2. CORTO PLAZO	DIF -3.89%	DIF+ 1.11%	DIF -7.00%	DIF -2.00%	25.50%	30.50%	22.39%	27.39%	30.15%	37.34%	25.91%	32.81%	28.16%	34.38%	24.42%	30.48%	70.00%	70.00%	1.17%	3.14%
3. MEDIANO PLAZO																				
4. Total Lineas M.P.	DIF -2.05%	DIF+ 2.95%	DIF -7.00%	DIF+ -2.00%	27.34%	32.34%	22.39%	27.39%	32.74%	40.11%	25.91%	32.81%	30.42%	36.73%	24.42%	30.48%	70.00%	70.00%	3.43%	5.50%
5. Arrendo y Prentaje	DIF+ -0.75%	DIF+ 3.75%	DIF -7.00%	DIF+ -2.00%	28.64%	33.14%	22.39%	27.39%	34.60%	41.33%	25.91%	32.81%	32.04%	37.77%	24.42%	30.48%	70.00%	70.00%	5.05%	6.53%
4. MEDIO PLAZO																				
4.1 Lineas Largo Plazo	DIF -4.00%	DIF+ 1.00%	DIF -7.00%	DIF+ -2.00%	25.39%	30.39%	22.39%	27.39%	29.99%	37.17%	25.91%	32.81%	28.03%	34.24%	24.42%	30.48%	70.00%	70.00%	1.04%	3.00%
6. Líneas Especiales L.P.																				
-Hortícolas Agrícolas	DIF+ -1.25%	DIF+ 4.25%	DIF -7.00%	DIF+ -2.00%	28.14%	33.64%	22.39%	27.39%	33.88%	42.10%	25.91%	32.81%	31.41%	38.42%	24.42%	30.48%	70.00%	70.00%	4.42%	7.18%
-Fincas de Guadalupe	DIF+ -1.25%	NA	DIF -7.00%	NA	28.14%	NA	22.39%	NA	33.88%	NA	25.91%	NA	31.41%	NA	24.42%	NA	70.00%	NA	4.42%	NA
-Fincas de Guadalupe 2/	DIF+ -0.25%	DIF+ 5.11%	DIF -7.00%	DIF+ -2.00%	29.14%	34.52%	22.39%	27.39%	35.33%	43.47%	25.91%	32.81%	32.66%	39.56%	24.42%	30.48%	70.00%	70.00%	5.67%	8.32%
-Fincas de Fincas	DIF+ -1.25%	DIF+ 4.25%	DIF -7.00%	DIF+ -2.00%	28.14%	33.64%	22.39%	27.39%	33.88%	42.10%	25.91%	32.81%	31.41%	38.42%	24.42%	30.48%	70.00%	70.00%	4.42%	7.18%
-Fincas de Fincas	DIF+ -1.25%	DIF+ 3.75%	DIF -7.00%	DIF+ -2.00%	28.14%	33.14%	22.39%	27.39%	33.88%	41.33%	25.91%	32.81%	31.41%	37.77%	24.42%	30.48%	70.00%	70.00%	4.42%	6.53%
-Fincas de Revistas	NA	DIF+ 4.25%	NA	DIF+ -2.00%	NA	33.64%	NA	27.39%	NA	42.10%	NA	32.81%	NA	38.42%	NA	30.48%	NA	70.00%	NA	7.18%
-Fincas de Cañabana	DIF+ -1.25%	DIF+ 3.75%	DIF -7.00%	DIF+ -2.00%	28.14%	33.14%	22.39%	27.39%	33.88%	41.33%	25.91%	32.81%	31.41%	37.77%	24.42%	30.48%	70.00%	70.00%	4.42%	6.53%

FUENTES: OEA- ESTUDIOS ESPECIALES.

1/ Las tasas de interés para todas las líneas se calcularon adicionando un 0.25% por plazo o periodo de gracia.

Para efectos de calculo se tomo un DIF promedio = 29.39%

2/ En algunos productores se refiere a las líneas de palma africana y caucho.

3/ Esta alternativa considera un presupuesto de \$205000 millones, y modificaciones en las condiciones financieras. Se unifican los márgenes de descuento a 70%

dios Agropecuarios<sup>10</sup> que los subsidios al crédito agrícola en Colombia han alcanzado magnitudes significativas, ya sea que, se midan en términos de la diferencia entre las tasas comerciales y las aplicables a la agricultura o como porcentaje del Producto Interno Bruto de la Agricultura. Aunque los subsidios han registrado disminuciones, en años recientes estos, con todo, han representado diferencias de tasas de interés cercanos al 10% y, medidos en términos del PIBA, han registrado montos del 2.3%.

Analizando en los términos anteriores, puede decirse que el crédito de fomento a la agricultura se ha constituido efectivamente en un mecanismo compensatorio de la política sectorial por la discriminación que la política macroeconómica ha tenido con el agro; es decir, como medio de amortiguar el sesgo antiagrario. Algunos cálculos realizados por Fedesarrollo para la Misión de Estudios Agropecuarios<sup>11</sup> que han buscado medir el grado de compensación obtenido a través del mecanismo del crédito de fomento a la agricultura identifican que en el decenio de los ochentas efectivamente los subsidios implícitos en el crédito de fomento compensaron muy de cerca a las transferencias del sector originadas en las intervenciones directas e indirectas de precios descritos en la sección anterior.

## B. NUEVAS ACTITUDES, FRENTE AL CREDITO DE FOMENTO AGROPECUARIO

Puede afirmarse que aun antes de anunciarse el proceso de apertura comercial y las reformas al sector financiero el crédito de fomento a la agricultura y, en especial, los subsidios en las tasas de interés venían siendo puestas en tela de juicio tanto en la discusión internacional como en la Colombiana.

En efecto, entre muchos estudios al nivel internacional la crítica más frontal al esquema se puede analizar en libro "El Crédito Agrícola y Desarrollo Rural: La Nueva Visión", editado por Dale Adams<sup>12</sup> hacia 1987. Se menciona en varios de los artículos del libro

---

10. Departamento Nacional de Planeación, Misión de Estudios del Sector Agropecuario. *El Desarrollo Agropecuario en Colombia 1990*, Tomo I, pág. 314-317.

11. Departamento Nacional de Planeación, Misión de Estudios Agropecuarios, *El Desarrollo Agropecuario en Colombia*, Op. Cit., páginas 637-639, Gráfico 8.13.

12. Adams, D., González C., Von Pischke J.D., *Crédito Agrícola y Desarrollo Rural: "La Nueva Visión"*, Ohio State University, San José de Costa Rica, 1987.

de Adams que un primer efecto negativo de esa política, es que los subsidios actúan contra el desarrollo de los intermediarios financieros. Al subsidiarse las tasas estos no pueden cubrir adecuadamente sus riesgos y, en el más largo plazo, se coharta la movilización de recursos del ahorro, en perjuicio de los propios agricultores. Se encuentra también que antes que promover la distribución del ingreso, el subsidio tiende a concentrar el ingreso y aquí el argumento económico, desarrollado dentro de un modelo que el autor denomina "La Ley de Hierro de las restricciones a las tasas de interés" es el siguiente: Al verse obligado al intermediario financiero a prestar a tasas subsidiadas va, naturalmente, con sus recursos limitados a hacerlo a los deudores que les ofrezcan el mejor riesgo o las mejores garantías, lo que por supuesto implica prestarle a los agricultores comerciales grandes y no al pequeño campesino.

Asimismo, se argumenta que los recursos, muy a menudo, se desvían a otros sectores, dado el carácter "fungible" del crédito. En cuanto al impacto sobre la producción, se establece, que no hay evidencia concreta de la relación que existe entre los subsidios y los estímulos efectivos de la producción y establece que los sistemas de evaluación utilizados, bien subestiman los costos o le atribuyen al crédito impactos positivos debidos a otras variables.

Otra serie de críticas se relacionan con el propio comportamiento de las instituciones especializadas. Se ha encontrado como patrón en los países en desarrollo que dichas instituciones se convierten en botines burocráticos y en focos de poder político, conducentes cada vez a una sociedad que se corrompe a medida que se incrementa la interferencia gubernamental y sus consecuentes mayores regulaciones. Todo ello se argumenta "contribuye a empeorar la asignación de recursos, a concentrar el ingreso y a permitir mayores índices de morosidad".

Con el fin de investigar, que tan aplicable resultaba ser esa visión, a juicio de los investigadores del caso colombiano, se revisaron algunas investigaciones recientes. Vogel y Larson<sup>13</sup> estudiaron el proceso de programación del crédito realizado por el Ministerio de Agricultura para llegar, después de algunos análisis de correlación, a la conclusión que no existía una asociación entre la programación y la asignación del crédito o su desembolso de donde califica como

---

13. Vogel R. y Larson D., "Ilusión y Realidad en la Asignación del Crédito Agrícola: El Ejemplo de Colombia", *Crédito Agrícola y Desarrollo Rural: La Nueva Visión*, 1987, Op. Cit.

fracaso la política, y se comenta, así mismo, que el proceso de programación "ahoga la innovación" y conduce al propósito equivocado de canalizar más crédito donde más se han elevado los costos y no donde la rentabilidad del cultivo indicaría que es más adecuado.

Otro artículo publicado hace un tiempo por Fainboim<sup>14</sup> confirma que ha existido una falta en el control de las inversiones, a juzgar por las modificaciones que a lo largo del tiempo sufren los presupuestos originalmente aprobados; indica, que los recursos de fomento se desvían fuera de la agricultura y hacia la constitución de depósitos a término y señala, que los créditos del FFAP se han venido concentrando, sustentando la información con lo sucedido con las líneas de mediano y largo plazo. Estima que los subsidios han alcanzado montos significativos como proporción del PIB agropecuario y al doble de los recursos presupuestales que hasta entonces recibían anualmente los institutos del sector vinculados al Ministerio de Agricultura. Finalmente, el autor argumenta que las actividades de la agricultura tienen mayor riesgo, lo que justificaría que los intermediarios financieros inclusive recibieran una prima adicional para promover los préstamos al sector.

También procede a analizar argumentos esbozados en contra del subsidio a las tasas de interés. Su primer interrogante toca con el impacto de los subsidios sobre la producción: establece una serie de regresiones simples entre la producción de los principales cultivos y la tasa de interés promedio real del crédito para identificar una casi total ausencia de relación entre las variables.

Como resultado de las evaluaciones críticas a los subsidios en las tasas de interés del crédito de fomento agrícola, así como por las presiones ejercidas por los organismos multilaterales de crédito, las autoridades económicas colombianas iniciaron desde hace algunos años el acercamiento gradual de las tasas de interés del FFAP con las del mercado, buscando que los subsidios fuesen financiados con recursos fiscales y canalizados solo aquellos programas dirigidos de pequeños campesinos para que se pudieran tener beneficios distributivos más claros. En ese contexto se ha venido desarrollando la idea que el volumen de recursos es más importante que el subsidio a las tasas de interés, y se ha buscado ratificar dicha apreciación demostrando la asociación entre el volumen de recursos de crédito y la rea-

---

14. Fainboim I. "El Riesgo y la Política de *Ensayos Sobre Política Económica*, Banco de la República, Junio de 1986.

lización de inversiones así como la evolución de la producción, Banco de la República<sup>15</sup>.

Con las reformas estructurales introducidas por la Administración Gaviria y dentro del espíritu general de apertura económica se espera que el proceso de eliminación de subsidios en las tasas de interés de la agricultura se acelere y que se introduzcan reformas al sistema de redescuento. En documento reciente del Banco Mundial que revisó el proceso de reformas del sector financiero y que analiza las prioridades futuras, Banco Mundial<sup>16</sup>, se destaca que la política gubernamental declarada hacia Marzo de 1990 era ya la de vincular las tasas de interés al DFT y elevarlas hacia las de mercado, aunque se queja que a pesar de los esfuerzos efectuados las del FFAP continúan muy por debajo del mercado y urge que se igualen a las del mercado. Sugiere, así mismo, que se flexibilicen los márgenes de intermediación, e inclusive que se estudien mecanismos para eliminar el régimen de inversiones forzosas, que sienta la base para la estructuración del crédito de fomento.

A tales consideraciones ha respondido positivamente el Gobierno recalcando, ya en la Administración Gaviria, su intención de reducir al máximo el mecanismo de inversiones forzosas para financiar el crédito dirigido, reemplazándolo por ahorro captado en el mercado, Ortega<sup>17</sup>. Se tiene entendido, igualmente, que además del proyecto de reforma financiera sometido al Congreso el Gobierno se apresta a efectuar muchos de los cambios sugeridos por el Banco Mundial dentro de los acuerdos sostenidos con dicho organismo.

## V. IMPLICACIONES PARA EL FINANCIAMIENTO DE LA AGRICULTURA

De lo descrito en las secciones anteriores se deduce, que las reformas estructurales, incluyendo la financiera, y el proceso de la apertura económica traerán consigo dos efectos opuestos sobre el sector agropecuario colombiano. De una parte, la apertura y las reformas dirigidas a eliminar las intervenciones directas e indirectas en los

---

15. Revista Banco de la República, "El Fondo Agropecuario y su aporte al sector agropecuario", Separata Revista No. 737, Marzo de 1989.

16. World Bank, "Colombia: Recent Financial Sector Reforms Current Issues. And Priorities For The Future", Marzo 30, 1990.

17. Ortega F., "Consideraciones para una actualización Sector Financiero", La Nota Económica, 1990.

precios agrícolas tendrán impacto positivo neto en la inversión y el crecimiento del sector, en tanto que la eliminación de los subsidios a las tasas de interés y las reformas que se introduzcan al régimen de inversiones forzosas, tenderán a tener un efecto de desestímulo. Esto es entendible ya que el manejo macroeconómico dejará de tener un sesgo antiagrario y, por el mismo motivo, el crédito de fomento subsidiado, además de los efectos distorsionadores que han motivado su eliminación, dejará de justificarse como instrumento sectorial compensatorio de las políticas macroeconómicas, y sólo se mantendría por razones distributivas.

Dentro del nuevo contexto, macroeconómico se incrementará tanto el ahorro como la rentabilidad de las actividades agropecuarias. El ahorro se estimulará, según la experiencia latinoamericana, por el incremento en los ingresos netos de los agricultores dada la disminución de las transferencias a otros sectores, lo que ya ha venido sucediendo en Colombia. Un estudio reciente de Fedesarrollo para la Misión de Estudios Agropecuarios<sup>18</sup> indica, en efecto, que el ajuste cambiario de 1984-5 tuvo un efecto positivo en el ahorro agrícola.

Al mismo tiempo, las actividades del agro se hacen más rentables ya que, como se discutió arriba, el impacto de las reformas y la apertura es mejorar los precios relativos del sector; entre otras, rebajando los costos originados en la protección ya que se reducen impuestos de importación, y los costos de los bienes industriales dada la eliminación de controles cuantitativos y rebajas de aranceles. Esta mejora en la rentabilidad será conducente a una mayor demanda por inversión en el sector.

El cambio señalado en el proceso de ahorro y demanda por inversión en el sector rural en conjunto son el desmonte del crédito de fomento, que se analiza más adelante, significará, un cambio de papel y un nuevo reto para los bancos Cafetero, Ganadero y Caja Agraria. Se acentuará su responsabilidad de captar el ahorro creciente del sector rural y de intermediar los recursos y canalizarlos para satisfacer las nuevas demandas de inversión, al tiempo que verán reducidos los recursos de redescuento que se han especializado en intermediar y que han sido fundamentales en la determinación de la inversión en el sector rural. Inclusive, se debe estimular la participación más activa de otros bancos comerciales en las zonas rurales colombia-

---

18. Esguerra A., "Flujos de Capital entre la Agricultura y el resto de la Economía", Misión de Estudios Agropecuarios, Departamento Nacional de Planeación, 1989.

nas, que hoy en día, salvo en caso del Banco de Colombia se puede calificar casi de marginal.

En dicho sentido, cabe destacar que dadas las políticas oficiales es de esperar que como resultado de las reformas financieras tiendan a perder importancia los recursos de redescuento del FFAP y del futuro FINAGRO. De una parte, la eliminación en marcha de los subsidios a las tasas de interés hará menos atractivos para los agricultores tales recursos, especialmente cuando se toman en cuenta los costos adicionales que implican los trámites para sus desembolsos. De otro lado, dentro del proceso de reformas las autoridades se empeñarán, muy probablemente, en reducir el volumen de la inversión forzosa de los bancos que nutrirán a FINAGRO y se plantea el interrogante sobre el papel que dentro del nuevo contexto económico del país deba desempeñar dicha institución.

En efecto, de los planteamientos sobre reforma financiera reseñados atrás parecería que las autoridades económicas estarían enfrentadas a una presión para disminuir la inversión forzosa en los nuevos Títulos de Desarrollo Agropecuario, y su reto será el como lograrlo sin disminuir por ello la disponibilidad de crédito al sector. Al respecto, ya se han hecho propuestas para reformar, de manera general, el sistema vigente de canalizar recursos de inversiones forzosas a través del Banco de la República y de canalizar el crédito a través de los intermediarios financieros a los beneficiarios directos de los créditos, al permitirle a las instituciones financieras la alternativa de efectuar préstamos directos de mediano y largo plazo, sujetos a regulaciones y supervisión del Banco de la República, *Hommes y Montenegro*<sup>19</sup>.

Para el caso del sector agropecuario, sin embargo, se deben tomar especiales precauciones tanto en el desmonte de los subsidios a las tasas de interés, como de los recursos del redescuento. Primero que todo, del análisis efectuado en este informe resulta evidente que a pesar de las críticas efectuadas al subsidio de tasas de interés, en Colombia ha existido una razón económica básica para mantenerlas y ha sido el hecho que la política macroeconómica ha discriminado contra el sector y que el crédito subsidiado ha sido una política sectorial compensatoria.

Con las reformas estructurales iniciadas y en curso, así como con la apertura se han sentado las bases económicas para continuar su

---

19. Banca y Finanzas No. 12 Nov - Dic./89, Asociación Bancaria de Colombia.





# INDUSTRIA Y REESTRUCTURACION

Juán José Echavarría\*

## I. INTRODUCCION

**S**i la industria colombiana dejó de liderar el crecimiento de la economía desde 1974, ¿por qué apenas ahora discutimos las implicaciones de este hecho? ¿Fue necesario para discutir lo obvio que la crisis industrial se agudizase durante los ochenta y que el Banco Mundial propusiese su estrategia de reestructuración?

En mi concepto, el anuncio de las primeras medidas relacionadas con la apertura ha sido sumamente benéfico, no tanto por los efectos inmediatos sobre la economía, como por el tipo de discusión que se ha generado. ¿Cómo ser eficientes cuando no existe flexibilidad en el mercado laboral?, ¿cuándo no se brinda apoyo tecnológico por parte del estado?, ¿cuándo el sistema portuario no permite exportar a bajo costo?

¿Cómo competir si durante quince años (1973-1987) los precios de los insumos agrícolas han crecido más que los precios industriales?<sup>1</sup>; si durante tres décadas los textileros han pagado un sobre-precio de 30<sup>o</sup>/o por el algodón consumido en el país (con respecto al precio internacional)?<sup>2</sup>. ¿Por qué continúa protegiéndose al sector agrícola con cuotas a las importaciones cuando se elimina el control pararancelario en la industria?

Conviene modernizar el sistema portuario y de transporte, pues sólo así será posible exportar a bajos precios, pero no debe olvidarse que la elevada protección "natural" que brinda un sistema de transporte ineficiente, y la dificultad que existe para modernizar puertos y carreteras en el corto plazo es la mejor garantía de que el proceso de apertura será gradual.

- 
1. González, T., "Transferencia de Ingresos entre Sectores Económicos que Incluyen Productos de la Canasta Familiar, 1973-1987", FESCOL (mimeo).
  2. Boston Consulting Group, "Programa de Reestructuración del Sector Textil y Confección" Informe Preliminar, Mayo 1989.

Tras estos comentarios “suelos” sobre la reacción que han suscitado las primeras medidas encaminadas a abrir la economía, se presentan en la Sección II elementos que podrían ser de especial relevancia en el diseño de una estrategia de crecimiento de largo plazo. La Sección III aborda directamente la discusión actual sobre reestructuración y apertura en Colombia.

## II. ELEMENTOS QUE DEBERIA CONTEMPLAR UNA ESTRATEGIA DE DESARROLLO PARA EL SECTOR REAL DE LA ECONOMIA

La filosofía general que inspira las actuales medidas de apertura y reestructuración es sana y necesaria para el país, siempre y cuando se mantengan lineamientos adecuados en el campo de la política económica de largo plazo. Se esbozan a continuación algunos de ellos.

### A. LA INDUSTRIA COMO SECTOR LIDER

El crecimiento de la economía colombiana ha dependido durante los últimos cincuenta años de los cambios en la inversión *global*, y del desplazamiento de capital y mano de obra hacia sectores con alta productividad relativa (e.g. la industria)<sup>3</sup>. Las implicaciones de este hecho, común a la mayoría de países sub-desarrollados<sup>4</sup>, han sido claramente comprendidas en el sudeste asiático: se protege la industria, y se castiga (en términos relativos) al sector agrícola. El “experimento chileno” partió del supuesto contrario. Se otorgaron niveles de protección-subsidio similares (10<sup>0</sup>/o) a todos los sectores de la economía, y se asumió que las fuerzas de mercado llevarían a mayores tasas de crecimiento. Los resultados para el período 1973-1988 han sido desastrosos en términos de crecimiento global, distribución del ingreso, y endeudamiento externo per-cápita<sup>5</sup>.

---

3. Echavarría, J. J., “External Shocks and Industrialization”, Tesis Doctoral, Universidad de Oxford, 1989, Capítulo 1.

4. Feder, G. (1986), “Growth in Semi-Industrial Countries: A Statistical Analysis”, en H. Chenery, S. Robinson, y M. Syrquin, 1986, *Industrialization and Growth*, Oxford University Press, Oxford, pp. 263-282.

5. Para una comparación entre las políticas adoptadas en estos países ver Echavarría J. J., (1990), “Experiencias de Reestructuración Industrial”, en FEDEMETAL, *El Desarrollo Industrial Frente a la Reestructuración*.

## B. HACIA UNA ESTRUCTURA DE PROTECCION RELATIVAMENTE HOMOGENEA.

El crecimiento de la producción manufacturera jalona el resto de la economía, pero dicho argumento no justifica la protección indiscriminada a todo sub-sector industrial. Deben promoverse sectores "nacientes" durante un período prudencial (cinco-diez años), al cabo del cual la protección se orientará hacia nuevas etapas de sustitución de importaciones y hacia nuevos sub-sectores. Así lo han hecho los países del sudeste asiático, con una protección incluso negativa para las ramas desarrolladas en las primeras etapas<sup>6</sup>.

Dos factores ameritan una estructura de protección relativamente homogénea: el sesgo actual contra nuevos sectores, y la dificultad para conocer cuáles serán las ramas industriales dinámicas en el futuro o aquellas que deberían ser promovidas.

Trabajos recientes indican que Colombia no produce bienes intermedios y de capital en la cuantía posible, no tanto por aquella vieja idea dependentista según la cual las colonias no podían producir "máquinas que producen máquinas", como por que la estructura de producción no permite el avance de nuevos sectores. La producción de las ramas de industria "temprana" se encuentra 12% por encima del patrón normal, las de industria "media" 10% por debajo, y las de industria "tardía" 30% por debajo<sup>7</sup>. Esta estructura indeseable se explica, en parte, por las características de la protección vigente.

El arancel colombiano es una colcha de retazos. Brinda una protección media de 70% a la producción de tabaco, cerveza, textiles y confecciones, y de 10% - 15% a los demás sub-sectores industriales ¿Puede entonces afirmarse que los industriales de la primera etapa "Obstaculizaron" en Colombia el avance de nuevos sectores con mayor potencial de crecimiento?

No existen argumentos teóricos sólidos que justifiquen un arancel homogéneo pues, como ya se indicó, el libre juego de las fuerzas de mercado no garantiza altas tasas de crecimiento. Si tan sólo supiésemos cuáles sectores promocionar... Varios trabajos han tratado de identificar sectores potenciales mediante fórmulas relativamente

---

6. *ibid.*

7. Syrquin, M, (1987), "Crecimiento Económico y Cambio Estructural en Colombia: una Comparación Internacional", *Coyuntura Económica* FEDESARROLLO, Vol. 17 - 4, Cuadro 4, p. 214; Echavarría, J.J. et. al, (1983), "El Proceso Colombiano de Industrialización. Algunas Ideas sobre un Viejo Debate", *Coyuntura Económica*, vol. 13 - 3, pp. 175 - 218.

sofisticadas para el caso colombiano más, por “extrañas” razones, los industriales se muestran interesados (ex-post) en el desarrollo de todos los que allí *no se mencionan*<sup>8</sup>. ¿Quién habría pronosticado hace una década la dinámica de flores, camarones y artes gráficas?

Mientras no lo sepamos, no existe justificación alguna para mantener aranceles diferenciales. Menos aún para mantener la actual estructura de protección, con los sesgos ya mencionados en favor de las primeras etapas de producción industrial. Se justifica entonces un arancel (y para-arancel) relativamente homogéneo cercano al 30% (cifra tentativa, por supuesto) para todos los sectores industriales. Se exceptuarían unos pocos productos en los cuales el país desea arriesgar hacia el futuro.

### C. LA CONTRIBUCION DEL ESTADO AL DESARROLLO DE NUEVOS SUB-SECTORES. CONCERTACION CON EL SECTOR PRIVADO.

Algunos autores sostienen que lo novedoso de la experiencia asiática no es tanto el desarrollo exportador per se, como la constante labor de planeación y concertación entre el sector privado y el estado. Se mantiene un nivel de protección relativamente homogéneo para todos los sectores, excepto para unos pocos que se desea promover, y que son considerados “prioritarios” en la estrategia de desarrollo nacional. El rasero de medición es siempre el desempeño exportador.

Se crean así ventajas comparativas dinámicas, y se comienza a producir en forma relativamente eficiente en nuevos sub-sectores, más acordes con salarios reales crecientes. Es una estrategia, que implica ventajas globales, pero que no está exenta de riesgos<sup>9</sup>.

El apoyo más claro que el estado podría brindar al desarrollo industrial está quizá relacionado con la calificación de la mano de obra, y con la provisión de un sistema educativo que responda a los requerimientos del país, pero no puede descartarse a priori la conveniencia de otorgar incentivos especiales al desarrollo de ciertos (y pocos) sub-sectores considerados “prioritarios”. Ello, aún si se acep-

---

8. Ver, por ejemplo, Echavarría, J. J., y G. Perry, (1983) “Aranceles y Subsidios a las Exportaciones. Análisis de su Estructura Sectorial y de su Efecto en la Apertura de la Industria Colombiana”. *El Trimestre Económico*, Vol. 50 - 1.

9. Se argumenta que el menor dinamismo industrial de comienzos de los ochenta en Corea guarda relación con problemas específicos que se presentaron al tratar de desarrollar el sector de productos químicos.

ta que el término "planeación sectorial" no despierta la misma euforia que en el pasado, y que la flexibilidad y la eficiencia administrativa no son características destacables en el estado colombiano.

Se requeriría el apoyo y liderazgo claro del sector privado en el campo, y un relativo consenso sobre las ventajas que brinda su desarrollo. Es el sector privado quien debe indicar aquellos sub-sectores que requieren especial apoyo, y los recursos necesarios para su promoción. El estado brindaría los recursos e incentivos necesarios, e incluso participaría como socio en sectores complementarios (e.g. el desarrollo del sector automotriz podría garantizar el del sub-sector de hierro y acero).

Es posible imaginar un conjunto amplio de argumentos (éticos y económicos) en contra del monopolio y de la concentración de la propiedad industrial. Pero este mismo hecho facilita sin duda la concertación entre el sector privado y el estado en Colombia. ¿No es más fácil concertar con veinte (dos) individuos?. De hecho, la fijación de "metas nacionales" en Corea no es más que la concertación entre unas pocas y enormes firmas productoras-comercializadoras y el estado<sup>10</sup>.

#### D. LA ELIMINACION DEL PARA-ARANCEL

La utilización de controles para-arancelarios y cuotas parece ser especialmente marcada en Colombia con relación a otros países sub-desarrollados<sup>11</sup> y ello es infortunado. La cláusula que prohíbe importar cualquier bien producido domésticamente es absurda, pues no es un mecanismo eficiente para evitar crisis cambiarias. Tampoco permite diseñar una política coherente de largo plazo.

Si lo que se desea es evitar el pago de divisas al exterior, parecería más eficiente prohibir la importación de aquellos items que representan pagos considerables de divisas: bienes de capital y materias primas. Pero con ello se frenaría el crecimiento de la industria nacional. Esta medida sería absurda, de todas formas, pues no se vislumbra una crisis cambiaria hacia el próximo futuro, y las reservas futuras serán suficientes para cubrir entre cinco y ocho meses de importaciones durante los próximos cuatro o cinco años.

---

10. La experiencia colombiana también revela que las exportaciones las hacen las firmas grandes, y las firmas ubicadas en sectores concentrados.

11. Hallberg, K., (1989), "Colombia. Industrial Competition and Performance", (mimeo), World Bank, p. 35, Cuadro 2.7.

Los controles cuantitativos no permiten fijar una estrategia de desarrollo sectorial pues no se conoce el nivel de protección que brinda el mecanismo. ¿Cuánto paga el productor nacional como sobre precio por sus insumos cuando se prohíbe su importación?. ¿Y cuáles son la protección “implícita” que se brinda al productor de llantas en comparación con el de artes gráficas?. ¿Cómo comparar dichos niveles de protección con los que desearíamos otorgar a cada sector en una estrategia “coherente” de desarrollo (cualquiera que esta sea)?

La única forma de comparar la protección real existente consistiría en establecer el diferencial entre los precios domésticos e internacionales en los diversos sectores, lo cual no se ha hecho en Colombia pues no se cuenta con cifras confiables para productos similares. Los resultados de dicho estudio serían además irrelevantes a los pocos meses, una vez cambien los precios internos y externos.

Es precisamente por este desconocimiento sobre el grado de protección brindado por el para-arancel, que no sabemos cuál será el efecto de la llamada “apertura” de la economía. Algunos afirman que existe un alto grado de protección en el país, y otros encuentran que los industriales ni siquiera aprovechan la protección que brindan el arancel y el para-arancel. Los resultados de las primeras “encuestas” han sido sorprendentes, ya que el sobre-arancel ofrecido por los importadores potenciales ha sido sumamente bajo.

### E. A EXPORTAR

Pocos temas han recibido tanta atención durante las últimas dos décadas como al papel jugado por diferentes regímenes de comercio en el crecimiento. El resultado final es contundente en nuestro concepto: existe una clara asociación entre política económica y éxito exportador, y entre exportaciones y crecimiento. Ello es cierto tanto en condiciones internacionales favorables (sesenta y setenta), como en la década de los ochenta.

Más relevante aún, el crecimiento de las economías exportadoras es más “eficiente”. El papel jugado por el cambio técnico en el crecimiento de Corea, Singapur, Taiwan y Hong-Kong (también en Brasil) es mucho mayor que en países que han adoptado estrategias de crecimiento “hacia dentro”. Estas últimas requirieron de mayores niveles de inversión y empleo para crecer.

La estrategia exportadora conlleva ventajas en áreas tan diversas

como tamaños mínimos de planta, especialización por producto, e indivisibilidades. La literatura también encuentra una influencia benéfica de la competencia internacional sobre la innovación, la calidad del producto, y la eficiencia y calidad de los directivos de las empresas.

Lo anterior parece ser consistente con los hallazgos recientes sobre innovación y cambio técnico, según los cuales los aumentos en eficiencia resulten no tanto del movimiento hacia técnicas apropiadas (cambios en la relación capital/trabajo), como de desplazamientos hacia la "mejor práctica"<sup>12</sup>. El cambio técnico depende en lo fundamental de variaciones relativamente menores en el proceso diario de producción (más que de cambios abruptos resultantes, por ejemplo, de la adquisición de nueva tecnología), y del dominio de la tecnología existente.

La actividad exportadora parece acelerar este dominio. También, permite mayores niveles de cambio técnico cuando éste se encuentra asociado al volumen de la producción. Finalmente, el exportador goza de acceso a bajo costo a un sinnúmero de mejoras tecnológicas transmitidas desde el exterior (por el comprador generalmente): diseños de productos, control de calidad, organización de planta, etc.

Reestructuración industrial y exportaciones es el término correcto para el debate actual en Colombia puesto que la apertura no será exitosa a menos que sus efectos finales se puedan medir en términos de un mayor volumen de exportaciones manufactureras.

## F. SHOCKS ANUNCIADOS HACIA EL FUTURO

El Banco Mundial es partidario de adoptar en pocos meses el paquete completo de medidas relacionadas con la reestructuración y la apertura pues considera que la gradualidad no es viable: se da oportunidad a los agentes afectados para organizarse y "sabotear" el proceso. Ello ha llevado a programas de ajuste drásticos en países que dependen completamente de la voluntad del Banco.

Colombia no tiene por qué hacer las cosas según la receta prescrita

---

12. Para una muestra de cinco países Pack encuentra que los cambios en producción hacia "best practice" pueden elevar el nivel de producción hasta en 100% (India). Las ganancias provenientes de cambios en tecnología (diferentes K/L) apenas dan cuenta de entre 7% y 17% de ganancias en producción. Pack, H. "Industrialization and Trade", en Chenery, H.B. y T.N. Srinivasan, eds. (1986), *Handbook of Development Economics*, Amsterdam, North Holland.

para todos y cada uno de los países sub-desarrollados. La situación de divisas es holgada y no hay que seguir paso a paso la política propuesta por el Banco. La reestructuración es un hecho y se hará, pero existen diversos caminos hacia objetivos similares.

La estrategia gradual debe brindar a las firmas un período prudencial de adaptación a las nuevas reglas del juego, con anuncios hechos hoy y adoptados por etapas en el futuro. Se respetarán los anuncios para mantener la credibilidad del "paquete" y para garantizar el ajuste a los nuevos incentivos y desincentivos.

### III. REESTRUCTURACION INDUSTRIAL EN COLOMBIA

#### A. REESTRUCTURACION A LA BANCO MUNDIAL

El término "reestructuración industrial" fue acuñado originalmente en los Estados Unidos en el contexto de la discusión sobre la pérdida de competitividad industrial frente a Japón y Alemania. Es un debate complejo que no se reduce a la modificación de la política comercial. Para lograr una mejoría en la competitividad de los productos norteamericanos, por ejemplo, la comisión del MIT, compuesta por ingenieros, administradores, economistas, etc, recomienda menos énfasis en la producción en línea y más atención al control de calidad por producto; también se recomienda modificar radicalmente el sistema de enseñanza en las escuelas norteamericanas.

El término ha adquirido un nuevo sentido en el contexto de la discusión actual sobre estrategias de desarrollo, y alude a un conjunto de medidas propuestas por el Banco Mundial para elevar la eficiencia y dinámica de la industria en los países del tercer mundo. El Banco ha venido financiando proyectos de éste tipo desde 1980, pero es cada vez mayor el monto de los préstamos destinados a tal fin <sup>13</sup>, también son más claras y comprensivas las metas de los programas actuales. Se apoyó en un comienzo la creación (relativamente indiscriminada) de "nueva capacidad", y posteriormente, durante los primeros años de los 80, se apoyó la modernización de empresas del

---

13. El Banco financió cerca de US\$3.4 mil millones en proyectos de reestructuración industrial entre 1980 y 1988, cubriendo 29 países y más de 50 "experiencias". El 70% de los desembolsos totales en el período tuvo lugar entre 1985 y 1988, y se preve un desembolso superior a los US\$5 millones para 1989-91. Los objetivos han ido cambiando, sin embargo, y la mayor eficiencia industrial es ahora el objetivo básico. Ver World Bank (1989), "Industrial Restructuring. Policy and Practice", (mimeo), especialmente páginas 39-42.



También el estudio del Boston Consulting para el sector textil muestra niveles de eficiencia y competitividad aceptables en ciertos subsectores (además de tremendas ineficiencias en otros).

Los ochenta fueron un período de intensa reestructuración industrial. Las cifras del DANE permiten afirmar que se invirtió masivamente en la mayoría de sectores hasta 1987, con un patrón relativamente definido: inversiones sumamente altas en la primera parte de los ochenta, y niveles superiores a los setenta a partir de 1984. Sólo fue baja la inversión en el sector de textiles y confecciones. Es preciso reevaluar entonces los trabajos disponibles en materia de inversión, según los cuales la demanda es el factor explicativo central. Si así fuese, la inversión de los años setenta habría sido altísima a raíz de la bonanza cafetera, y no habría habido inversión en los ochenta cuando se presentó un estancamiento pronunciado en la producción. La inversión fue especialmente marcada en aquellos años de mayor estancamiento en producción, tales como 1981, 1982 y 1983.

La *Encuesta de Opinión Empresarial* de FEDESARROLLO confirma el patrón antes mencionado para los años posteriores a 1987. La industria creció a tasas relativamente bajas en 1988 (4.4<sup>o</sup>/o) y 1989 (1.6% ), y los empresarios reportaron expectativas de crecimiento desfavorables<sup>15</sup>. A pesar de ello se mantuvo un proceso de inversión relativamente dinámico. El 77<sup>o</sup>/o y 73<sup>o</sup>/o de los empresarios encuestados esperaba aumentar su inversión en maquinaria y equipo en 1988 (36<sup>o</sup>/o esperaba aumentos mayores al 25<sup>o</sup>/o) y 1989 respectivamente, y el 28% de los empresarios encuestados invirtió para sustituir maquinaria vieja y reducir costos de producción; inversión que no conllevó aumentos en la capacidad productiva.

Aún no se cuenta con una explicación precisa de lo sucedido. ¿Por qué fue baja la inversión durante el período de la bonanza cafetera?; ¿por qué mostró un patrón tan dinámico en los ochenta, cuando la producción industrial apenas si creció, y las expectativas de los empresarios fueron desfavorables?. Pudo haber influido la liberalización de bienes de capital a partir de 1979, o la mayor competencia interna en períodos de recesión. También, la menor rentabilidad relativa en otros sectores.

Las elevadas tasas de inversión se vieron acompañadas por despidos masivos de trabajadores. El sector de metalmecánica expulsó trabajadores "permanentes" (los únicos que registra el DANE) a un ritmo anual superior al 6<sup>o</sup>/o, y el sector de textiles y confecciones al 4<sup>o</sup>/o.

---

15. *Coyuntura Económica*, Marzo, 1990, p. 17.

El empleo decreció en todos los sectores industriales entre 1979 y 1987.

Parte de estos trabajadores "permanentes" fueron sustituidos por "temporales", y ello parece haber sido especialmente claro en textiles y confecciones. El DANE adelanta actualmente una investigación sobre la importancia del empleo temporal en diferentes sub-sectores para el período 1985-1989, pero aún no se cuenta con un análisis global de lo sucedido con el empleo total. Puede afirmarse, en síntesis, que los industriales ya adoptaron en la práctica la 'reestructuración laboral' de que hablan hoy día.

Para concluir, la industria colombiana sufrió una aguda transformación durante los ochenta, y podría competir en términos más favorables lo que se ha considerado hasta el momento durante los noventa. Se invirtió masivamente y se disminuyó y "flexibilizó" la planta de personal.

#### D. EL FINANCIAMIENTO DE LA INVERSION Y LA SITUACION FINANCIERA DE LAS FIRMAS.

La reestructuración industrial no podrá adelantarse si su costo asciende a US\$3.500 millones (cifra 'mágica' que aparece en algunos medios de comunicación), pues el sistema financiero colombiano no dispone de estos recursos, y tampoco los suministrarán la banca internacional o el Banco Mundial. El monto ofrecido por el actual Ministro de Desarrollo (US\$1.000 millones) sería claramente insuficiente para dichos propósitos.

Consideramos, sin embargo, que quienes enfatizan los enormes costos financieros de la apertura lo hacen a partir de un diagnóstico equivocado del proceso. No se requieren las sumas antes mencionadas.

De una parte, se mencionó en III. C que la industria invirtió en los ochenta sumas importantes de dinero en la compra de nueva maquinaria y equipo. Parte de esta capacidad instalada permaneció ociosa, pero será utilizada una vez surja la demanda.

Adicionalmente, lo que caracteriza el crecimiento de las economías abiertas es el peso del cambio técnico (mayor productividad de los factores ya existentes en las fábricas) en el crecimiento. Corea y Singapur han crecido más rápido que Colombia con coeficientes de inversión (e.g. en relación al PIB) similares. No se requiere entonces de inversiones enormes para crecer, y lo que se espera es que la

apertura presione a los empresarios a racionalizar la producción en las fábricas (control de calidad total, nuevos métodos gerenciales e ingenieriles, etc.).

No se descarta con los comentarios anteriores la importancia de la inversión en el crecimiento, y es necesario mantener los niveles de acumulación de capital logrados en los ochenta. Las presiones de competencia que conlleva la apertura presionarán a las firmas a invertir, aún cuando la inversión también depende de la evolución de la demanda (el llamado acelerador), los precios relativos y la situación financiera de las firmas.

Los estudios disponibles revelan que la situación financiera de las firmas no es adecuada para mantener niveles altos de inversión. Los fondos internos fueron sustituidos por deuda en la financiación de la expansión industrial y las empresas 'invertieron' (invierten) en papeles financieros y no en activos reales. Qué sentido tiene otorgar nuevos créditos a la industria si éste los reinvierte de nuevo en el sector financiero?.

Desde 1970, y por primera vez en nuestra historia, la deuda pasa a constituir la fuente principal de financiamiento industrial *en forma clara y sostenida*<sup>16</sup>. A principios de la década de 1960 las sociedades anónimas manufactureras financiaban sus requerimientos de capital en un 30.1% con recursos internos (en especial con utilidades no distribuidas), el 27.8% con emisión de acciones, y el 42.1% mediante crédito. En contraste, a finales de la década del 70 los porcentajes eran 36.6% . 4.8% y 58.6% lo cual muestra el avance del endeudamiento. Nótese cómo la emisión de acciones se ha reducido<sup>17</sup>. Los 'hogares' aportaron cada vez menos capital accionario, y cada vez más préstamos de corto plazo intermediados por el sector financiero<sup>18</sup>.

En cuanto al *uso* de fondos, la evidencia empírica disponible indica que la compra de activos diferentes a activos fijos e inventarios (otros activos) ha sido una actividad importante a lo largo de nuestra historia. Así, entre 1953 y 1975 la industria colombiana destinó a la compra de otros activos un monto de recursos similar a aquel desti-

---

16. La deuda fue la fuente principal de financiación en otros sub-períodos como 1961-63 y 1966. Pero se trató de períodos breves.

17. Restrepo, J.C., et. al, "Inflación, Financiamiento, y Capital Empresarial", en M. Avella, *Política Monetaria y Mercado de Capitales en Colombia*, CID, Universidad Nacional, 1987, p. 254.

18. Ocampo, J. A., et. al, "Ahorro e Inversión en Colombia", en *Coyuntura Económica*, vol. 15-2, 1985, p. 115.

nado a la inversión productiva (40%)<sup>19</sup>. Esta situación se acentúa, sin embargo, a partir de 1968 y en 1971-72 y 1977-78 se destina cerca del 60% de la totalidad de recursos disponibles a la compra de otros activos<sup>20</sup>.

Los activos financieros como proporción de la inversión en activos fijos pasa de 9.9% en 1970-75 a 22.9% en 1976-81. Las empresas destinaron una porción creciente de sus recursos a comprar otras empresas, a especular en el mercado de capitales y a prestar recursos líquidos a otras empresas.

Es necesario investigar con mayor profundidad los aspectos relacionados con la situación financiera de las firmas. Los estudios disponibles no incluyen el período 1985-1990 y se refieren al comportamiento de las sociedades no financieras, las cuales incluyen sectores diferentes al industrial. Por otra parte, no existen estudios recientes que evalúen el impacto de variables como el alto nivel de endeudamiento sobre la inversión industrial.

## E. POLITICA ECONOMICA

### Liberalización y Exportaciones

Es indispensable exportar manufacturas para reversar las tendencias en productividad observadas en Colombia durante las últimas dos décadas, pero para ello *no es indispensable* (quizá sí conveniente) reducir la protección arancelaria y para-arancelaria al productor nacional. Algo que resultaría evidente en una situación de competencia no lo es en un ambiente oligopólico.

El sesgo anti-exportador es alto, sin duda alguna. El productor nacional recibe un incentivo de 70% (vía aranceles) al vender en el mercado doméstico, comparado con sólo 13% al exportar (7% en CERT, 6% en crédito de Proexpo). El sesgo continúa siendo alto aún si se utiliza el Plan Vallejo y es especialmente elevado para productos del sector agropecuario (carne, bebidas, leche, y "otros" pro-

---

19. El resto de los recursos (19%) se destinó a la financiación de inventarios.

20. Sandoval, D., "Política Económica y Financiación de la Industria Manufacturera Colombiana", (mimeo), 1983, p. 13. En términos del PIB, los recursos internos y externos representaron en 1970-75 el 17.93% del PIB y se distribuyeron así: 10.12% en inversión fija y 6.78% en operaciones financieras. Ver Acosta O.L., "Estructura Financiera de las Sociedades. Ejercicio de Aplicación de las Cuentas Financieras" *Ensayos sobre Política Económica*, 1986, p. 151.

ductos agrícolas y cereales) en los cuales el país cuenta con supuestas ventajas comparativas. También es alto para "Productos no Metálicos" y para "Productos Metálicos". Se trata en todos estos casos de bienes con alto arancel y bajo subsidio a la exportación. En algunos sectores (e.g. textiles) el sesgo anti-exportador es relativamente bajo, no tanto porque la protección arancelaria no sea sustancial como porque el subsidio a las exportaciones también es elevado.

Y, sin embargo, las exportaciones de manufacturas no sólo existen, sino que han mostrado un alto dinamismo durante los últimos años. Superaron en 1988 las de cualquier otro año del pasado, y han crecido a una tasa anual superior al 20% en términos reales entre 1985 y 1988. Dependen fundamentalmente de la tasa de cambio real y de la dinámica de los mercados mundiales.

La respuesta de las exportaciones menores y de manufacturas a estas variables es un argumento para continuar devaluando en términos reales (ver más adelante) y "reestructurar" a medida que se logren mayores exportaciones. La mayor productividad que brindan las exportaciones permitirá reducir el arancel y eliminar el para-arancel en un futuro, sin los enormes traumatismos que conllevaría el hacerlo súbitamente en las condiciones actuales.

### Tasa de Cambio

No hay otro país de América Latina donde exista mayor consenso sobre las bondades de mantener, e incluso elevar, el tipo de cambio real, al menos mientras la situación económica lo permita. Existen tres razones justificativas, no suficientemente enfatizadas en la discusión sobre el tema: se pudo devaluar en términos reales (1), con un efecto importante sobre las exportaciones - e importaciones - (2), sin la caída en los salarios reales con que comunmente se asocia una devaluación "exitosa" (3). Estos logros no eran evidentes cinco años atrás, cuando se consideró inapropiado devaluar en términos nominales. La devaluación real no sólo sería imposible de lograr (se esgrimían argumentos teóricos y de tipo histórico para sustentarlo), sino que, adicionalmente conllevaría efectos recesivos, y castigaría a la clase trabajadora. Peor aún, se consideraba exageradamente débil el impacto de una devaluación real sobre las exportaciones o importaciones.

Nada de ello sucedió: la tasa de cambio real en 1988 duplicó la de 1982 y superó en 40% la de 1975; tuvo un impacto elevado sobre las exportaciones menores y de manufacturas, y se logró sin

caídas en el salario real<sup>21</sup>. No resultó correcta la predicción de modelos exageradamente simplistas que contemplan una economía con dos bienes comercializables (exportables e importables). La existencia de un sector importante no comercializable a nivel internacional, y el hecho de que los alimentos de la clase trabajadora sean esencialmente no comercializables, produjeron el inesperado y benéfico resultado observado anteriormente. Una devaluación real abrupta brinda protección adicional al productor nacional y permite reducir sustancialmente la protección arancelaria y para-arancelaria sin mayores traumatismos.

Debe continuarse devaluando uno o dos puntos por encima de la inflación mientras las condiciones económicas lo permitan y mientras siga observándose un patrón como el descrito. La política debería modificarse en el momento en que los salarios reales comiencen a caer, o en que las empresas endeudadas en dólares enfrenten serios obstáculos a su crecimiento.

### Apertura, Crecimiento, y Cambio Técnico

La evidencia empírica disponible refleja que la apertura y la desconcentración industrial promueven la innovación y la eficiencia en las empresas. También, que la apertura afectaría en mayor medida a aquellas firmas oligopólicas que no innovan por falta de competencia. Estos resultados son parcialmente consistentes con el diagnóstico del Banco Mundial. Parcialmente, pues se olvida que las firmas sólo pueden innovar en un ambiente dinámico, acompañado de tasas satisfactorias de crecimiento. El efecto *neto* de la apertura podría ser incluso negativo si predominan las caídas en producción. El aumento en productividad logrado mediante la mayor competencia externa, no alcanzaría a compensar la caída en productividad ante menores tasas de crecimiento en la producción.

La reestructuración industrial en Colombia no puede limitarse entonces a la sustitución del para-arancel por el arancel, y es crucial evitar caídas pronunciadas en los niveles de producción. Las medidas deben anunciarse hoy y adoptarse en el futuro para permitir que las firmas se adapten a las nuevas reglas del juego y la reestructuración debe estar acompañada por programas específicos que solucionen

---

21. Para un análisis de la evolución del salario mínimo, y del salario en la construcción, en el campo y en la industria, ver *Coyuntura Social*, Diciembre, 1989, pp. 76-77.

obstáculos concretos en sectores como textiles y metalmecánica. Finalmente, es necesario aumentar las exportaciones de manufacturas a cualquier costo, y para ello debe garantizarse una tasa de cambio favorable y el mayor monto de subsidios políticamente viable.

## COMENTARIO

*Julio Manuel Ayerbe\**

**L**os documentos coinciden en que la apertura conviene por igual al sector agropecuario y al manufacturero, tesis que con excepción de algunos sindicatos, parece ganar numerosos adeptos cada día.

Pero si el concepto no se repudia, las formas de ponerlo en práctica son tan numerosas como los intereses que cada uno de nosotros defiende.

Antes de tocar el desarrollo de los programas de apertura que proponen los Drs. Junguito y Echavarría, se subrayan los prerrequisitos, alrededor de los cuales también hay simetría en ambas ponencias:

- a) Estabilidad macroeconómica, a través de control a la inflación y eliminación de los déficit fiscales.
- b) Tasas de cambio y de interés reales y positivas.
- c) Política económica consistente en el largo plazo.
- d) Utilización de mecanismos de mercado para la asignación de los recursos.

Si alrededor de esos grandes objetivos existiera total convicción de los hacedores de la política económica y de quienes como empresarios tienen capacidad de influenciar esa política, se resolverían más fácilmente los conflictos alrededor de la implementación del programa de apertura.

---

\* Presidente Corporación Financiera del Valle.



Hay controversias sobre la gradualidad que son legítimas, pero este adjetivo en muchos casos también sirve para disfrazar la inclinación a mantener la relación perversa que han desarrollado los empresarios y el Estado. Este — el Estado — pretende ser fuerte y eficiente, pero se comporta de otro modo y los empresarios pretendemos ser débiles e ineficientes y sin embargo exhibimos conductas y resultados diferentes.

Estas razones explican las reservas con que la Andi, en una posición que el Dr. Echavarría califica de desconcertante en su ponencia, recibió los anuncios de apertura y reestructuración. Los empresarios desconfían de que los rigores de la reestructuración sean solo para ellos y no para el gobierno ni el sector laboral.

Con la reestructuración y la apertura se requiere un cambio cultural en la forma de hacer negocios, de entender las responsabilidades como autoridades y empresarios. En el libro "Los Nuevos Rusos" el periodista Hederick Smith hace un patético comentario que describe la monumental tarea que tiene por delante Gorbachov y que debería estimularnos para luchar por el cambio cultural que requiere la apertura puesto que fortunadamente no hemos recorrido el camino del socialismo. Dice Smith que "antes de reformarse la economía, Gorbachov debe erradicar de Rusia el escapismo, el letargo y la envidia."

Alrededor de la gradualidad el Dr. Echavarría señala que teniendo reservas suficientes, Colombia no debería aceptar la receta del Banco Mundial en el sentido de tomar la medicina en una sola dosis y esta es la parte más compleja porque los intereses en juego son formidables y no estando el país en crisis, todos los sectores tienen potencialmente privilegios que perder. México y Chile hicieron su reestructuración bajo crisis — cuando los salarios reales habían descendido y no había qué defender. Argentina parece avanzar por el mismo camino y Perú no tendrá alternativa. Los colombianos somos singulares y hemos demostrado tener un pragmatismo sabio. Esperemos que una vez más nos funcione. Igualmente el Dr. Junguito advierte sobre la necesidad de gradualismo en las acciones de política que afectan al sector agropecuario, sobre la base de que la respuesta de éste a los nuevos incentivos es relativamente lenta. Se refiere particularmente a la velocidad con que desaparezcan — o acaben de desaparecer — los subsidios a las tasas de interés.

## I. ORIGENES DEL PROCESO

Parte de la controversia alrededor de la apertura es atribuible en mi opinión a lo novedoso del tema.

Aunque el Dr. Junguito, en un gesto de lealtad con el gobierno del Presidente Betancur, lleva los orígenes de la apertura a mediados de los 80, ciertamente solo en el gobierno pasado se trabajó consistentemente en esa dirección, aunque la dedicación de los tecnócratas no se vió correspondida con una dosis igual de voluntad política y por ello el documento del Conpes que constituye la partida de nacimiento de la apertura solo está fechado en Febrero de 1990, a escasos 6 meses de concluir el mandato del Presidente Barco.

Lo anterior no obsta para destacar la valerosa y muy exitosa política de estabilización que puso en práctica el Dr. Junguito como Ministro de Hacienda. Ella contribuyó, a que tuvieramos, como en el boxeo, un segundo aire, e impidió hacer el proceso de reestructuración y apertura bajo crisis. Es decir, compramos tiempo, pero estamos nuevamente frente a la necesidad de tomar decisiones de fondo.

## II. EL SECTOR AGROPECUARIO

Como lo anota el Dr. Junguito, en el documento marco del programa de apertura aprobado por el Conpes se anticipaba un tratamiento de excepción para el sector agropecuario. Dicho objetivo era consistente con las conductas adoptadas en México y Chile, en donde no se produjo una apertura "across the board" sino que se plantearon tratamientos diferenciales. (Esto último fué un error, al decir del propio Ex-ministro Buchi de Chile en una conferencia que dictó en Cali en 1989).

No obstante el presente Gobierno, a través de sus ministros de Hacienda y Agricultura, ha declarado que la agricultura será sometida a un proceso gradual pero progresivo de apertura y que las protecciones cuantitativas serán sustituidas por protecciones arancelarias.

Estas declaraciones han provocado reacciones emotivas de parte de representantes del sector, quienes con milimétrica precisión listan la serie de subsidios de los países desarrollados hacia sus agricultores.

Pero esto último que es evidente, debería constituir un estímulo para estar mas cerca de las negociaciones del Gatt, cuya Ronda de Uruguay está para concluir y en todo caso buscar en el futuro inmediato acuerdos bilaterales de comercio y la creación de bloques que nos permitan negociar en condiciones de mayor igualdad.

En otro aspecto de la apertura del sector agropecuario destaca el Dr. Junguito el nuevo papel que se quiere dar al Idema, particularmente en el sentido de que sus precios no sean elementos compensatorios o estímulos al agricultor, sino que representen exclusivamente una base mínima de ingreso. Esto propicia a mi juicio un entendimiento directo entre el productor agrícola y el industrial que procesa, y de paso abre juego a la aplicación del "hedging" a través de los intermediarios de valores. No se trata de tener un precio base para tomar la decisión de sembrar? Para ello se usan los contratos de futuros. Y en el caso del comprador, no quiere asegurar una materia prima a un determinado precio en una época dada? También estos objetivos se consiguen con el mismo tipo de contratos.

### III. BENEFICIOS DE LA APERTURA DEL SECTOR AGROPECUARIO

El documento del Dr. Junguito trae tres interesantes conclusiones:

En primer lugar que la ausencia de políticas macroeconómicas sanas y coherentes constituyen una protección para el sector industrial, en detrimento del sector agropecuario, de manera que la sola eliminación de esta distorsión generará efectos benéficos sobre el sector agropecuario.

Otra observación es la de que los efectos negativos sobre unos productos, se verá más que compensada por los estímulos a otros, de manera que los efectos para el sector agropecuario como un todo serán positivos.

Finalmente el Dr. Junguito anota que los subsidios al crédito agropecuario son apenas un elemento compensatorio de la discriminación que las políticas económicas han tenido con el agro.

Aquí no resisto hacer una mención a una cita que trae el documento del Dr. Echavarría a propósito de los precios del algodón y que tiene origen en el estudio sectorial de textiles y confecciones que hizo el Boston Consulting Group. El Dr. Echavarría se pregunta cómo es posible competir en textiles si los textileros han pagado un sobre-precio del 30<sup>o</sup> o sobre el algodón nacional. Esa afirmación naturalmente es poco menos que espeluznante, pero ocurre que la

serie de años que tomó el Boston Consulting Group es parcial y abarca el período en donde por desequilibrio cambiario era más barato importar que adquirir la fibra localmente. De otra forma no resultaría explicable que el área cultivada de algodón haya disminuído. Pero si el precio doméstico no está por encima de los niveles internacionales, cuál es el origen del problema? Pienso que radica en la productividad y en el atraso en la investigación que no nos permite disponer de mejores variedades y consiguientemente de márgenes más amplios para el agricultor, sin necesidad de elevar los precios. Esto equilibraría los argumentos de textileros y algodoneros, aunque de todas maneras la aguerrida Conalgodón en un documento reciente se declara en letras mayúsculas partidaria de la apertura en todo el sentido de la palabra. Un caso que ilustra la competitividad del país en la producción de algodón lo constituyen los algodoneros del Valle del Cauca. Estos empresarios no se resignaron a la polémica anual con la industria textil para la venta de su algodón y hace 25 años optaron por adaptar variedades de fibra larga que se exportan en su totalidad.

#### IV. EL AGRO Y EL SECTOR FINANCIERO

Aparte de la necesidad de que el sector financiero considere el proceso de apertura como algo suyo, es decir como un vector cuya dirección puede afectarlo favorable o desfavorablemente, la eliminación de subsidios en el crédito agropecuario crea nuevos escenarios.

En primer lugar los proyectos deberán ser examinados para medir su viabilidad y con ello la capacidad de repago de los recursos del empréstito.

En segundo lugar se requerirá innovar en el diseño de instrumentos para canalizar ahorro hacia las actividades agropecuarias. La emisión de títulos cuya rentabilidad esté atada a los precios de venta de una cosecha pueden ser muy interesantes, así como la negociación de contratos con los cuales productores y procesadores hagan el "hedging" de sus riesgos.

Para quienes en el sector financiero vean con suspicacia los nuevos escenarios y quisieran aferrarse al entorno de las tasas subsidiadas y los redescuentos, bajo la falacia de que como no se pone plata o se pone poquita, la rentabilidad tiende a infinito, es aconsejable revisar el nuevo concepto de apalancamiento que puso en práctica la Superintendencia Bancaria a partir de Julio pasado. Ahora toda la

cartera es de categoría V y por lo tanto de riesgo pleno. Como la cartera con buen margen ocupa un "espacio" de apalancamiento igual al de la cartera con margen malo o menos bueno, es obvio que la contribución del portafolio de préstamos deberá medirse como margen y no como rentabilidad. En estas condiciones se preferirán las operaciones con mayor margen y ellas no son necesariamente las que generan mejor rentabilidad sobre los recursos aportados por el intermediario.

## V. LA REESTRUCTURACION INDUSTRIAL

En el capítulo sobre los elementos que debería comprender una estrategia de desarrollo para el sector real, el Dr. Echavarría escoge en mi opinión correctamente al sector manufacturero como líder del proceso de desarrollo y llama la atención sobre la necesidad de generar protecciones temporales sobre sectores nacientes, producto de la concertación entre el estado y el sector privado. Estos conceptos, si bien no son novedosos, siguen teniendo plena validez, aunque su enunciación es bastante más sencilla que la puesta en práctica.

La experiencia Asiática que cita el Dr. Echavarría, aunque muy ilustrativa, necesita para que sea replicable otro entorno político y un ejercicio del poder poco menos que omnímodo. Pese a la mejora evidente del ingreso y las condiciones de vida de Corea del Sur, Taiwan y Singapur, hay elementos del proceso que no pueden ser trasplantados. La experiencia Chilena y la Mexicana, más reciente, aportan nuevos e interesantes patrones de referencia, pero aún se encuentran en proceso de consolidación y por lo tanto yo atenuaría el sentido crítico con que el Dr. Echavarría se refiere a los índices de distribución del ingreso en Chile.

La eliminación de los para-aranceles y la disminución de los gravámenes de importación deberán contribuir a racionalizar los inventarios y los precios de productos terminados, pero más importante que todo, abrirán una perspectiva clara para la adquisición de equipos y materias primas que conducen a nuevos horizontes de eficiencia y competitividad del sector real.

## VI. A EXPORTAR

Con este llamativo título el Dr. Echavarría rotula uno de los apartes de su documento y resalta el binomio que constituyen la

claridad de la política económica y el éxito exportador; el crecimiento y las exportaciones.

Como lo anota Echavarría y pese al sesgo antiexportador de nuestras regulaciones, las exportaciones de manufacturas han crecido a una tasa superior al 20<sup>o</sup>/o anual en términos reales, entre 1985 y 1988, lo cual constituye un índice nada despreciable.

Sin embargo países como Turquía, que es hoy el octavo proveedor de manufacturas a la CEE, registra un crecimiento de las exportaciones del 27<sup>o</sup>/o anual desde 1980, a USA, CEE y Japón. Tailandia a su turno crece sus exportaciones de manufacturas en un 28<sup>o</sup>/o anual a USA, un 20<sup>o</sup>/o anual a la CEE y el 22<sup>o</sup>/o al Japón.

Me parece importante complementar las consideraciones optimistas del trabajo de Echavarría, con la advertencia de que en materia de comercio internacional y consiguientemente de exportaciones, los 90' no serán una repetición de los 80'. Las razones:

1. USA tendrá una menor tasa de crecimiento y por ende su dinámica de importaciones tendrá menor crecimiento relativo.
2. Europa 92' presenta oportunidades por el crecimiento de su actividad económica y por la apertura de los mercados de Europa del Este. No obstante los efectos del mercado ampliado pueden demorarse por el proceso de reincorporación del Este al Oeste y porque los países del Este pedirán protección para sus manufacturas, que compiten con las de los países menos desarrollados.
3. Japón será un importador en crecimiento y los países del Sureste Asiático que hoy lo proveen mayormente dejarán de ser competitivos en ciertas líneas. Sin embargo su organización importadora y de distribución requiere adaptaciones culturales de parte de quienes desean vender allí. En este escenario los joint-ventures con empresas japonesas tienen mayores posibilidades de éxito en las exportaciones hacia ese país.

## VII. LA APERTURA Y EL SECTOR FINANCIERO

Al igual que con el sector agropecuario, la apertura en los otros sectores productivos tiene efectos directos y a muy corto plazo en el sector financiero.

El nuevo énfasis en el comercio impone unos retos muy interesan-

tes para los cuales no creo que estemos preparados. Los banqueros debemos adentrarnos en los detalles de los diferentes convenios de intercambio: El Acuerdo Multifibras, el de las Flores, el CBI, las normas del bloque Canadá—México—U.S., las de la Comunidad Económica Europea, Aladi, el Grupo Andino y Galápagos, para nombrar solo unos pocos. De la medida en que quienes financiamos el comercio dominemos las reglas que lo enmarcan depende que se aumenten las corrientes.

La posibilidad de que se flexibilice el Decreto 444 aumenta el potencial de negocios y nos descubre un panorama que por más de 25 años estuvo asociado con el pecado: el manejo de divisas, su negociación, los swaps, las compras de futuros, etc.

La importación es fuente de negocios asociados a un uso más moderno y por lo tanto más rentable de los almacenes de depósito, negocio para el cual en buena hora la iniciativa que el Gobierno presentó al Parlamento permite que participen otros intermediarios distintos de los Bancos.

Y finalmente la apertura estimula la creación de nuevos instrumentos para movilizar recursos del mercado. La compra de títulos de pago de exportación y su comercialización en el mercado secundario; la "securitization" y todos los instrumentos llamados derivativos: garantías, caps, opciones, puts, etc. Ya sé que la sola enunciación de unos términos cacofónicos produce reacciones de escepticismo benevolente en algunos, pero tengo la convicción de que el proceso de liberalización hacia el que estamos encaminándonos no se detendrá y su velocidad aumentará exponencialmente.

Los banqueros estamos abocados a abandonar como objetivo la acumulación de activos para darle paso a toda clase de fórmulas de intermediación, en donde la imaginación y la orientación hacia el servicio serán los elementos que distinguan a los mejores. Esta es la única forma de hacer frente a la reestructuración y la apertura.

# LA APERTURA EXTERNA Y LA PROMOCION DE LA INVERSION DE RIESGO EN COLOMBIA

Guillermo A. Orozco H.\*

## I. INTRODUCCION

**L**os cambios acaecidos en el mundo durante los últimos años son, sin lugar a dudas, el inmenso e impactante marco de referencia de cualquier tema a tratar hacia el futuro.

De singular importancia es la responsabilidad que compete al sistema democrático de gobierno como sistema de conducción, a la libertad como forma de vida y al mercado como regulador del crecimiento y del desarrollo.

Por todo lo anterior es necesario advertir la complejidad que el futuro inmediato presenta y el reto que constituye comentar temas tan diversos como los del presente Simposio sobre Mercado de Capitales, en buena hora organizado por la Asociación Bancaria de Colombia.

A ella, a su anterior Presidente, doctor Carlos Caballero Argáez, y al actual, doctora Florángela Gómez, gracias por la invitación a participar en tan trascendental foro.

## II. ANTECEDENTES

Han transcurrido varias décadas durante las cuales la inversión en capital de riesgo (acciones) ha decaído profundamente en Colombia<sup>1</sup>, y la preferencia de los ahorradores nacionales se ha desplazado hacia las llamadas inversiones en papeles de renta fija.

---

\* Consultor Privado.

1. Para un estudio detallado sobre el tema ver: Carrizosa, Mauricio: *Hacia la Recuperación del Mercado de Capitales en Colombia*, BOLSA DE BOGOTÁ, 1986.



Por su parte las empresas han acudido al uso de pasivos como principal fuente de financiación de su crecimiento, limitando con ello la oferta de acciones por vía de emisiones primarias y, de paso, incrementando su riesgo financiero.

Son múltiples los intentos por modificar dicha tendencia, entre los cuales vale la pena distinguir los siguientes:

1. Medidas fiscales orientadas a favorecer la inversión en acciones y tratamientos diferenciales para las sociedades que acudan a tal tipo de financiación.

2. Exigencias de capitalización que acompañan a los otorgamientos de los créditos de los fondos del Banco de la República.

3. Creación del Fondo de Capitalización Empresarial orientado a financiar capitalizaciones, ya sea directas en acciones, o diferidas en Bonos Obligatoriamente Convertibles en Acciones, BOCA.

4. Creación del Fondo de Democratización del Sistema Financiero.

Es mi creencia que el marco general —político, económico y financiero— que ordenó al mundo empresarial en el pasado, invitaba a la escogencia de la estructura financiera que finalmente se impuso, y que ello constituía un comportamiento económico racional.

No obstante, la comparación de algunos elementos principales de ese pasado reciente, con las condiciones y perspectivas futuras, sugieren que la estructura financiera de crecimiento hacia el mañana debe cambiar, y que habrá condiciones distintas que invitan a aumentar la participación del capital de riesgo como fuente de financiación del crecimiento empresarial del país.

Para completar el panorama anterior basta con decir que la inversión extranjera vino a nuestro país, a *pesar* de nuestra política exterior en dicha materia: trabas, limitaciones a los movimientos de capital, preferencia por los préstamos, y otras, figuran en la lista descriptiva de nuestro pasado reciente.

En dicho proceso concentramos nuestra atención sobre el capital financiero y nos olvidamos que los capitales humanos y tecnológico no llegan con el crédito sino con la inversión en sus diferentes formas.

Podría adicionalmente plantearse que lo sucedido a los países es aplicable a las empresas que deciden crecer, principalmente, con base en endeudamiento.

Por otra parte, la experiencia internacional nos enseña que en materia de promoción, no basta con tener condiciones que hagan atractiva —¿o no alejen?— la inversión de riesgo en Colombia, sino que, además, es necesaria su promoción, lo cual encaja, en el nuevo concepto de “diplomacia comercial”, ahora en boga.

Como parte integral de este contexto ha hecho aparición la apertura económica, o internacionalización de la economía, iniciada por el gobierno anterior y continuada, con mayor impulso, oportunidad y urgencia, por el actual.

La presencia de dicha apertura invita a meditar sobre nuestro pasado reciente, y ver, a la luz de las nuevas perspectivas, cuáles han sido y serán los principales cambios que debe enfrentar la inversión de riesgo en Colombia.

Los objetivos del presente trabajo son:

1. Precisar algunos aspectos importantes, de la época pasada y la perspectiva futura, que nos enmarquen las implicaciones y escenarios probables de la apertura económica.

2. Examinar algunos aspectos conceptuales de decisiones financieras microeconómicas, a fin de juzgar las razones del pasado comportamiento empresarial y ensayar algunas sugerencias hacia el futuro, y,

3. Sugerir algunas medidas para promover, en mejor forma, la inversión de capital de riesgo en Colombia.

### III. APERTURA ECONOMICA

Bajo dicha denominación se han adelantado, en varios países y ahora en Colombia, procesos diversos que buscan exponer la economía interna a una mayor competencia internacional con el objeto de aumentar la productividad de los factores de producción y poder mejorar el crecimiento económico.

Los principales elementos de tales procesos son:

- Reducción de obstáculos, o incentivos, al comercio exterior (importaciones y exportaciones, respectivamente);

- Facilidades al flujo de capitales: económico, tecnológico y humano;

- Reforma del sistema financiero.

- Manejo macroeconómico integrado a las condiciones libres del sector externo.

Aunque podríamos decir que todavía no hay un recetario definitivo sobre el cómo adelantaremos dicho proceso de apertura, ya es factible identificar algunos puntos cruciales y su tendencia futura:

- Reducción o desaparición de los subsidios a las exportaciones.

- Reducción de las trabas administrativas y de los recargos al costo de las importaciones,

- Flexibilización de las normas para la llegada de la inversión extranjera y ampliación de los sectores receptores de la misma.

- Modificaciones al tratamiento fiscal de la inversión extranjera, mejorando la rentabilidad de los inversionistas.
- Flexibilización en el régimen de cambio exterior,
- Aumento de la competencia, nacional e internacional, del sistema financiero en general.
- Modificaciones al régimen laboral para mejorar la productividad de la mano de obra y aumentar la creación de empleo.
- Redefinición del papel del Estado y privatización de varias actividades hasta ahora de su competencia exclusiva, y.
- Utilización de la tasa de cambio y los aranceles como instrumentos básicos para el manejo del comercio exterior.

#### IV. INVERSION DE RIESGO

El riesgo, definido como la incertidumbre asociada con resultados futuros, tiene diferentes orígenes y causas que, para nuestro análisis, dividiremos en cuatro: riesgo político, riesgo económico, riesgo comercial y riesgo financiero. Puede decirse que los dos primeros constituyen lo que internacionalmente se conoce como “riesgo país”.

##### A. RIESGO POLITICO

Se refiere a los riesgos inherentes al desenvolvimiento del sistema político del receptor de la inversión y a su apreciación futura.

Se ubican dentro de este concepto, el manejo legal y político que el país dé a la inversión, a la propiedad privada, nacional o extranjera, la estabilidad, permanencia y claridad del marco institucional y normativo, y los procesos de participación política y cambios de gobierno.

Por otra parte, las condiciones de seguridad y orden público son elemento esencial de las apreciaciones, tanto externas como internas, del riesgo político de un país.

##### B. RIESGO ECONOMICO

Las alteraciones a un ordenado manejo macroeconómico son las principales causales del incremento en el riesgo económico.

La inflación y la devaluación de la moneda, la dimensión de los déficits fiscales, las condiciones para el comercio exterior y el movi-

miento de capitales, entre otros, constituyen algunos de los aspectos que caracterizan el marco de referencia de dicho riesgo.

De particular importancia en este terreno es el marco de protección o apertura de la economía, lo cual define escenarios completamente distintos para el flujo del comercio internacional y el de capitales.

### C. RIESGO COMERCIAL

Las empresas, a su vez, dentro del marco característico del país, deben obtener ingresos para cubrir los costos de producción u operación, los gastos propios del negocio, incluidos los financieros, y las inversiones operacionales: activos fijos y capital de trabajo.

Bajo esta concepción, los riesgos están asociados con: el mercado, la infraestructura, los cambios tecnológicos, las capacidades empresariales, las necesidades de inversión, y constituyen el diario vivir del mundo de los negocios.

Cada actividad o negocio tiene un riesgo asociado. No es el mismo para un ingenio azucarero, una textilera, una planta de aceites, la exploración de minerales o petróleo, etc.

### D. RIESGO FINANCIERO

Este surge cuando las empresas acuden al endeudamiento para la financiación de sus actividades.

En este campo se pueden consignar tres conceptos básicos:

- Entre mayor sea el endeudamiento mayor será el nivel de riesgo de la empresa;
- El nivel de endeudamiento aceptable no es independiente del riesgo comercial, y por lo tanto no es el mismo para diferentes actividades, económicas, y.
- El costo de capital, elemento esencial de las decisiones y consecuencias financieras, también varía de acuerdo con el nivel de endeudamiento de las empresas.

### V. PASADO Y FUTURO DE LOS MARCOS DE RIESGO

Con base en las anteriores definiciones, y con las escogencia de algunos criterios objetivos que describan los diferentes escenarios de

riesgo, se quiere analizar el pasado reciente y proyectar un inmediato futuro.

En particular, la iniciación de la apertura económica y sus posibles consecuencias, crea un punto de corte en el devenir económico del país.

## A. RIESGO POLITICO

Los principales aspectos de interés sobre el vivir político son:

- En nuevo ordenamiento internacional;
- El orden público (guerrillero y otros), y
- El ordenamiento institucional: la estabilidad y naturaleza de su marco normativo, particularmente a la luz de la próxima Asamblea Constituyente.

Una breve referencia hacia cada uno de ellos, nos permite contrastar el pasado con el futuro:

### 1. El Nuevo Ordenamiento Internacional

Los recientes acontecimientos de Europa, la gran revolución Rusa con la Perestroika, las mutantes condiciones de Centro América, el nuevo orden que se impone sobre la Cuba, los bloques de integración económica con sus secuelas políticas, iniciativas como el plan Bush para la Américas y, por último, la crisis del Golfo Pérsico, nos ponen de presente que el futuro internacional será radicalmente distinto al pasado reciente.

Varias cosas principales quiero destacar:

- Europa Oriental nos compite como escenario de interés político y nos puede convertir en países del Cuarto Mundo, reemplazándonos en el Tercero.

- El temor a que el comunismo sustituya nuestras democracias, por imperfectas que sean, ha desaparecido del horizonte y ha dejado de ser excusa para la fuga de capitales.

- El chauvinismo a ultranza, las arengas anti-imperialistas, los nacionalismos populistas, etc., han sido superados por la cooperación internacional y los bloques económicos.

- La actitud positiva de buscar soluciones debe ocupar el lugar de la pasiva de esperar ayudas.

En consecuencia, bajo este marco nos movemos de:

PASADO	FUTURO
— Imperfección democrática con temor al comunismo	— Intensificación democrática: política, económica
— Intentos de integración económica aislacionista	— Necesidad de integración, cooperación e internacionalización
— Ayuda externa internacional	— Ayuda externa selectiva
— Abundantes préstamos externos	— Limitación al endeudamiento externo
— Cautela hacia inversión extranjera	— Promoción de inversión extranjera
— Limitaciones a la inmigración	— Flexibilidad para la inmigración

## 2. Orden Público

Colombia ha sido un país de alto riesgo por la permanente alteración del orden público. De la violencia rural hemos pasado no solamente a la urbana sino también a la aérea.

De la guerrilla partidista, y luego la ideológica, hemos transitado hasta la etapa actual de la guerrilla profesional.

Nuestras principales preocupaciones son los problemas que el orden público nos causa: terrorismo, secuestros, extorsiones, boleteos, etc. .

Finalmente el terrorismo entró a formar parte de la vida naciente del país.

Se ensayaron múltiples remedios, como el frente nacional, el estado de sitio, etc., que, finalmente, como el yeso de los ortopedistas,

arreglaron las fracturas, fisuras o esguinces institucionales, pero tuvieron la secuela inevitable de la atrofia democrática; hemos de iniciar un proceso de fisioterapia institucional.

Por fortuna, y como invaluable telón de fondo de toda la crisis recientemente vivida, no se escucharon voces que buscaran la solución vía un golpe de estado, sino, en todo momento, por medios democráticos.

### 3. Reforma Constitucional

En el pasado reciente desaparecieron las diferencias ideológicas y filosóficas entre los partidos, se atrofió el ejercicio de la oposición, y se fueron desgastando los poderes públicos, principalmente el legislativo y el judicial.

Como ejemplo destacado, la pérdida paulatina de la fé en el Estado como protector de la integridad personal de los ciudadanos y sus bienes, dió lugar al surgimiento de los “condottieri” locales, en forma de ejércitos privados.

La prestación de servicios — llamados públicos — creó monopolios ineficientes a lo largo y ancho del país y ante nuestros ojos están los resultados de muchos: Licoreras, ISS, Puertos, Ferrocarriles, etc..

Todo lo anterior nos ha conducido a enfrentarnos a un proceso de reforma constitucional cuyos alcances no es del caso mencionar en esta oportunidad.

No obstante, su presencia en el inmediato futuro crea un limbo institucional que ojalá no se prolongue demasiado para evitar parálisis en las decisiones que el país requiere. La presencia de una reforma de esa magnitud, con las expectativas existentes, crea una actitud de “esperar a ver”.

Además, de su éxito o fracaso depende grandemente la apreciación de riesgo que se tenga de Colombia y su futuro devenir político.

No se trata solamente del marco institucional que el país herede en una nueva Carta Magna, sino también de la credibilidad y aceptación que el proceso tenga en las mayorías ciudadanas y a nivel internacional.

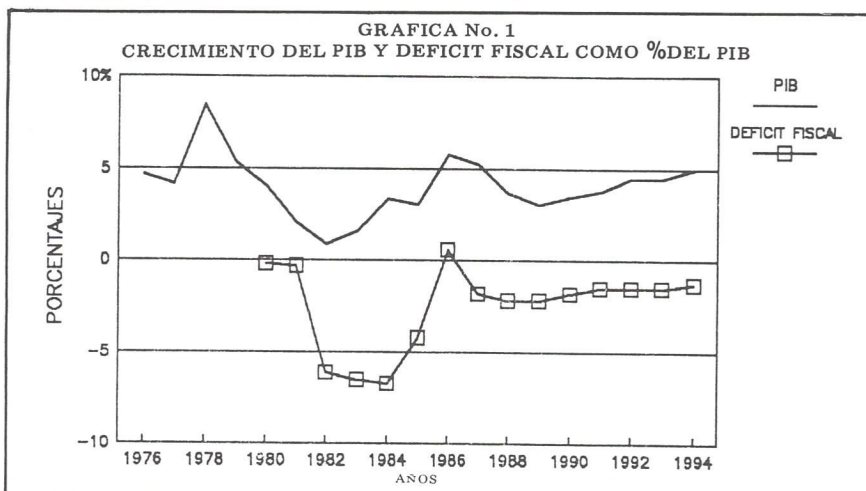
Se advierte, por todas las latitudes, y afortunadamente en nuestro país, la convicción de redefinir el papel del Estado y circunscribirlo a determinadas actividades esenciales de la vida política y económica de la Nación, transfiriendo al sector privado, para su propiedad y manejo, aquellas actividades en las cuales se pueda mejorar la productividad, como por ejemplo las industriales y algunos servicios.

## B. RIESGO ECONOMICO<sup>2</sup>

Nos hemos caracterizado por ser un país altamente estable en asuntos económicos y de marcado cumplimiento en materias financieras internacionales.

Hemos registrado un crecimiento real sostenido durante muchos años en contraste con la mayoría de países de América Latina. En el decir de algunos: nos hemos contentado con tener “una buena casa en un mal barrio”.

En lo interno, un crecimiento continuado del PIB, un déficit fiscal relativamente controlado (Gráfica No. 1), y una tasa de inflación moderada<sup>3</sup>, han sido las características principales. (Anexo No. 5.1).



FUENTE: Datos Anexo 5.1

En lo externo, afortunadamente se han producido las modificaciones más sustanciales: (Anexos 5.2 y 5.3).

- La composición de las exportaciones ha evolucionado de la gran

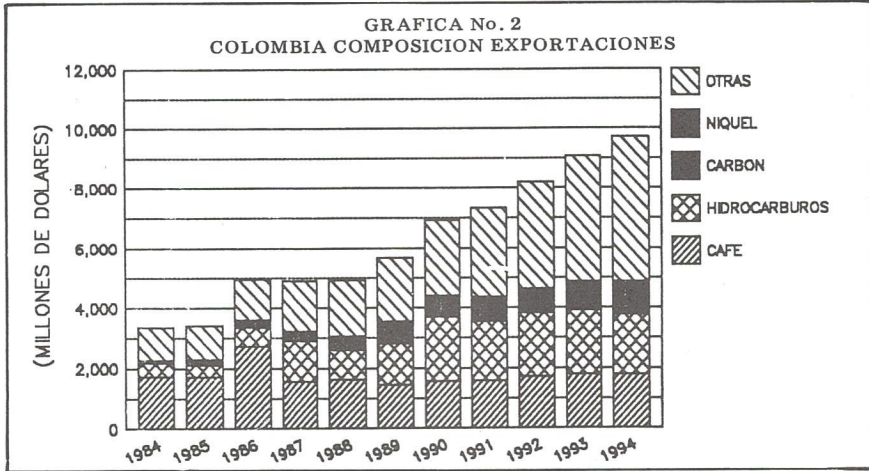
2. Esta sección es una actualización de un análisis similar que el autor hace en su artículo:

Orozco, D.: *Oportunidades y Riesgos del Endeudamiento Externo: un punto de vista del sector privado*, BANCA Y FINANZAS, Mayo - Junio, 1989, Asociación Bancaria de Colombia.

3. La calificación de moderada es la relativa a otros países similares, principalmente en América Latina, ya que internacionalmente se denomina hiperinflación aquella que, en tres años, produce un aumento de precios superiores al 100%, y esa es nuestra situación reciente.

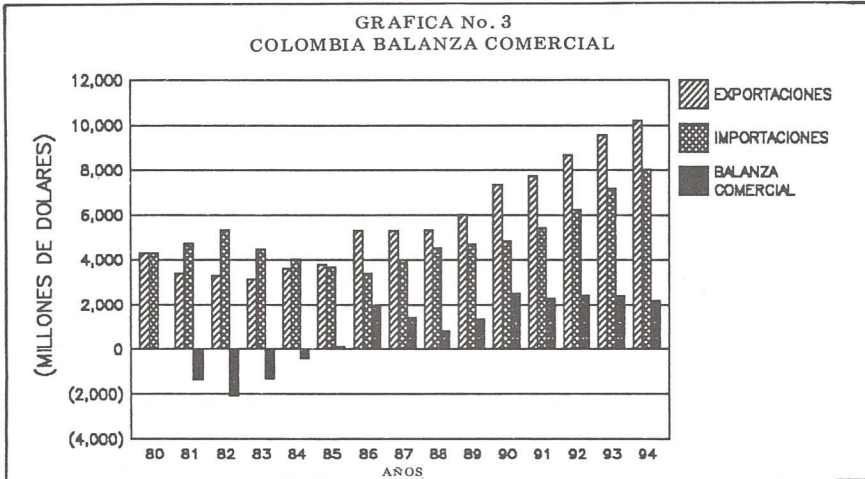


dependencia del café en los 60 y 70, a que éste sólo represente el 23.0% de las mismas en 1990, con una mayor importancia de otras exportaciones, entre las cuales ocupan lugar destacado: carbón, petróleo, y las menores; (Gráfica No. 2).



FUENTE: Datos Anexo Nro. 5.3

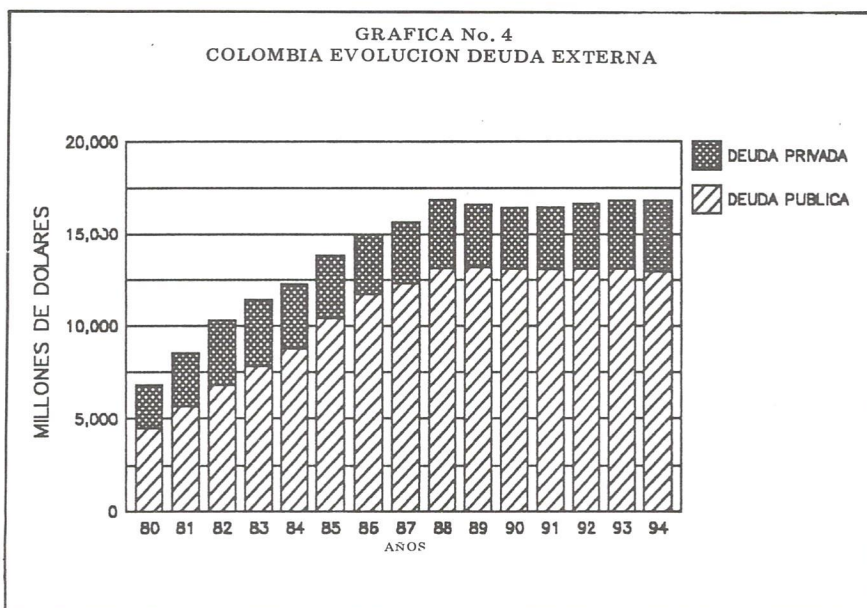
• La balanza comercial es superavitaria desde 1985, y se espera que el excedente supere los US\$2.400 millones en el año en curso, por los mayores ingresos de café y petróleo; (Gráfica No. 3).



FUENTE: Datos Anexo Nro. 5.2

• Los mejores resultados del sector externo en este año, debido también a un menor ritmo de las importaciones, conducirán a un superávit en cuenta corriente superior a US\$600 millones, después de servir los intereses de la deuda externa por US\$1.623 millones.

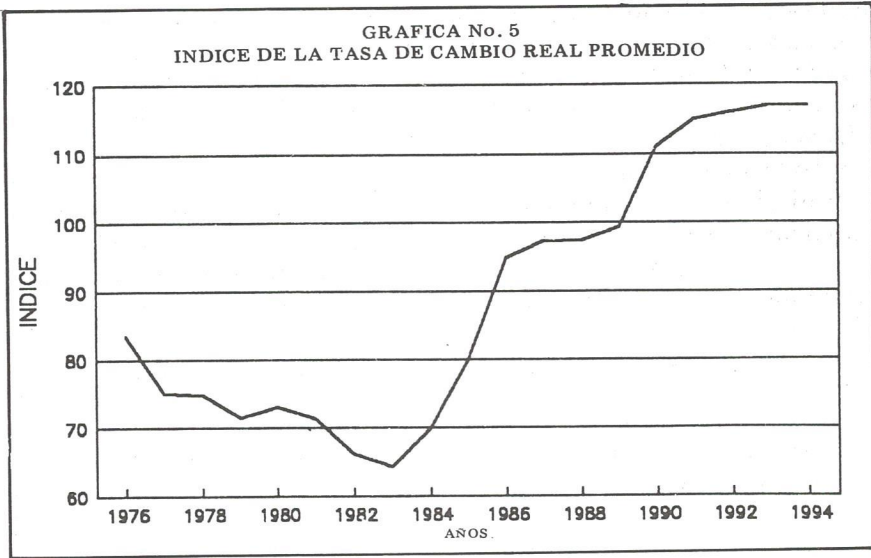
• La deuda externa, de US\$6.805 millones en 1980, se ha establecido alrededor de los US\$16.500 millones, como consecuencia de la dificultad de conseguir nuevos desembolsos por encima de las amortizaciones anuales, lo cual indica un estancamiento en el flujo de capitales de préstamo hacia el país. (Gráfica No. 4).



FUENTE: Datos Anexo Nro. 5.2

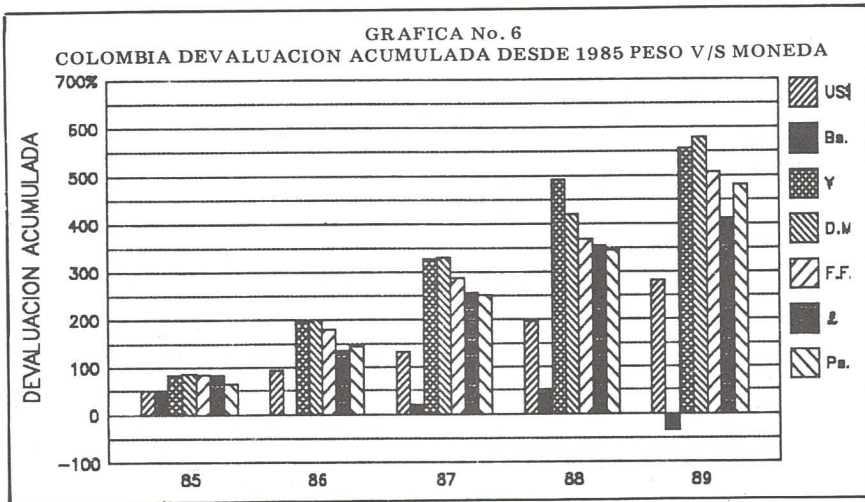
• La política de manejo de la tasa de cambio, principalmente a partir de 1985, no sólo ha conservado la paridad cambiaria de nuestra moneda, sino que le ha ganado terreno en el campo internacional con el conflictivo resultado de ayudar a nuestras exportaciones encareciendo los pasivos y las importaciones (Gráfica No. 5).<sup>4</sup>

4. Parte de este incremento en costo de las importaciones se puede compensar vía las modificaciones que se están efectuando a dicho régimen: disminución de las trabas administrativas, reducción de los impuestos y gravámenes, en general.



FUENTE: Anexo No. 5.1

• Individualmente consideradas, las principales monedas de nuestro intercambio comercial muestran que en la segunda mitad de la década de los 80, después de la gran devaluación de 51.20% de 1985, el



FUENTE: Datos Anexo No. 5.3

peso se ha devaluado entre el 400 y 600<sup>o</sup>/o respecto a las principales monedas europeas y cerca de un 300<sup>o</sup>/o respecto al dólar. (Gráfica No. 6). Es decir, la mejora de nuestra posición competitiva comercial ha mejorado más, relativamente, respecto a Europa que con relación a Estados Unidos.

• Todo lo anterior ha estado enmarcado por una economía con un gran nivel de protección a la producción local, con preferencia por el endeudamiento externo por encima de la inversión extranjera.

Por ello adquiere, particular importancia, en el marco del riesgo económico, la internacionalización de la economía, o apertura económica.

Veamos cuáles pueden ser los principales cambios por venir:

PASADO	FUTURO
— Descenso en la tasa de crecimiento del PIB	— Mayor crecimiento del PIB
— Sector externo equilibrado	— Sector externo expansivo
— Comercio internacional restringido	— Libertad de comercio
— Déficit fiscal como porcentaje del PIB alto: 2 — 6 <sup>o</sup> /o	— Reducción déficit fiscal como porcentaje del PIB: menos del 2 <sup>o</sup> /o
— Paridad cambiaria	— Devaluación real del peso y luego paridad
— Disparidad de tasas de interés	— Paridad en tasas de interés
— Restricción al movimiento de capitales	— Mayor libertad al movimiento de capitales
— Crecientes ritmos de inflación	— Menores ritmos de inflación
— Crecimiento de la población entre el 2 y 3% anual	— Crecimiento de la población menor al 2 <sup>o</sup> /o anual

### C. RIESGO COMERCIAL

Siempre hay un riesgo inherente a desarrollar alguna actividad económica.

Los efectos económicos se reflejan en los flujos de caja operacionales, con los cuales se atienden las necesidades de inversión (capital de trabajo operacional y activos fijos) y las obligaciones fiscales, para dejar un remanente libre que sirva las necesidades y rentabilidades de la estructura financiera del negocio: acreedores y accionistas.

En dicho marco juega papel fundamental el grado de apertura de la economía, visto bajo varios aspectos:

- Nivel de producción de la producción nacional
- Condiciones de tecnología
- Condiciones para la adjudicación de bienes de capital e insumos importados.

En esta materia los principales cambios se pueden describir así:

PASADO	FUTURO
— Competencia variable del contrabando a determinadas actividades	— Libre competencia de las importaciones en forma más amplia y general
— El concepto de monopolio se juzga únicamente con referencia a las empresas locales	— La competencia internacional hace desaparecer muchos monopolios locales
— Creciente costo laboral: económico y de productividad	— Necesidad de incrementar la productividad de la mano de obra y su preparación a todos los niveles
— Auge de desarrollo gerencial a alto nivel y posterior estancamiento.	— Necesidad de desarrollo gerencial internacional y de mayor especialización.
— Limitaciones en la importación de tecnología	— Necesidad de promover la vinculación de tecnología
— Incremento en el costo de las inversiones de capital.	— Reducción de aranceles e impuestos a inversiones de capital.

## D. RIESGO FINANCIERO

En general, como se verá más adelante, el costo de los pasivos ha sido inferior al costo de capital accionario, y su uso excesivo ha conducido a muchas empresas a profundas dificultades cuando los escenarios le son adversos. Los negocios con exceso de endeudamiento son más vulnerables a cambios en los riesgos políticos, económicos y comerciales.

Aunque es fácil vislumbrar y comprender que a mayor endeudamiento corresponde un mayor riesgo financiero, es necesario adicionar que cada actividad soporta distintos niveles de riesgo financiero.

Esto es de particular importancia para los intermediarios financieros y para el Banco de la República, en su proceso de análisis de otorgamiento de crédito.

Finalmente, en materia de pasivos, el tratamiento fiscal que a ellos se le dé, tiene profundas implicaciones en su costo después de impuestos, el cual, para fines decisorios, es, en últimas, el que cuenta.

Los principales cambios que pueden registrar hacia el futuro son los siguientes:

PASADO	FUTURO
— Modificaciones sustanciales al costo de capital con la Ley 75/86	— Modificaciones adicionales a los costos de capital con los ajustes por inflación
— Beneficios adicionales a los pasivos por: - créditos de fomento - revaluación del peso	— Cambio de crédito de fomento a "dirigido" - mayores costos - mejores plazos y cuantías
— Eliminación de la doble tributación del capital accionario (dividendos)	— Reducción de la tributación a la valorización del capital accionario
— Concentración de la propiedad accionaria	— Desconcentración de la propiedad, compartida con los socios tecnológicos y los inversionistas institucionales



— Limitación de la gama de instrumentos financieros	— Ampliación de la gama de de instrumentos financieros: nacionales e internacionales
— Sistema financiero cerrado.	— Sistema financiero abierto.

## VI. COSTOS DE CAPITAL

El costo de capital es un concepto básico para el mundo de los negocios.

Como quiera que la estructura de capital de las empresas está compuesta básicamente por pasivos financieros y capital accionario, el costo de capital será un promedio ponderado de las diferentes formas de su financiación.

Por ello, se habla del COSTO DE CAPITAL PROMEDIO PONDERADO (CCPP) y se utiliza como referencia, o tasa de descuento, en el momento de toma de decisiones y evaluación de resultados<sup>5</sup>.

### A. PASIVOS FINANCIEROS<sup>6</sup>

Los siguientes elementos esenciales han influido sobre el costo de los pasivos financieros, a saber:

- Los niveles de las tasas nominales y su forma de cobro, que conducen a la tasa efectiva;
- La tasa de inflación interna, y la tasa de devaluación del peso respecto al dólar<sup>7</sup>;
- Los niveles de las tasas de interés internacionales (PRIME o LIBOR), para los préstamos externos.
- El tratamiento fiscal de los costos financieros.

5. Ante las limitaciones que tienen las cifras contables para medición de resultados, recientemente ha tomado un gran auge el uso de los flujos de caja para tal fin. El sistema denominado "shareholder value analysis", lo he encontrado particularmente útil por sus sencillez y pragmatismo. Está excelentemente tratado en' Rappaport, A., *Creating Shareholder Value*, THE GREE PRESS, 1986.

6. Ver: Orozco, Guillermo A., *Efectos Financieros de los Ajustes por Inflación*, Capítulo 7, ASOCIACION BANCARIA DE COLOMBIA, 1990.

7. En la práctica se trata de la devaluación respecto a cualquiera moneda objeto de financiación.

## B. ANALISIS DEL COSTO DE PASIVOS FINANCIEROS

Vale recordar que el costo de los pasivos varía con los movimientos macroeconómicos y con el tratamiento fiscal que se les aplique.

Con base en el marco conceptual del Anexo No. 6.1, es conveniente hacer un análisis y algunas aplicaciones, para ver lo sucedido con el costo del dinero pasivo en Colombia durante los últimos años y en el futuro próximo.

### 1. Bases de los Cálculos

Con el objeto de ver los efectos se ha elaborado el Anexo No. 6.2, con base en los siguientes supuestos:

- Créditos ordinarios moneda nacional: tasa activa
- Créditos de fomento: ponderado de las líneas de fomento
- Moneda Extranjera: PRIME + 2 puntos y la devaluación nominal respecto al dólar.
  - De 1970 a 1989 se toman datos históricos de diferentes fuentes
  - De 1990 a 1994 son proyecciones con base en las siguientes suposiciones y expectativas:

	1990	1991	1992	1993
	o/o	o/o	o/o	o/o
INFLACION LOCAL	28	26	24	24
INFLACION EXTERNA	4	4	4	4
DEVALUACION REAL	7	5	4	3

• Para el período 1990 — 1994 se toman niveles de tasas activas, para créditos ordinarios y de fomento, tales que:

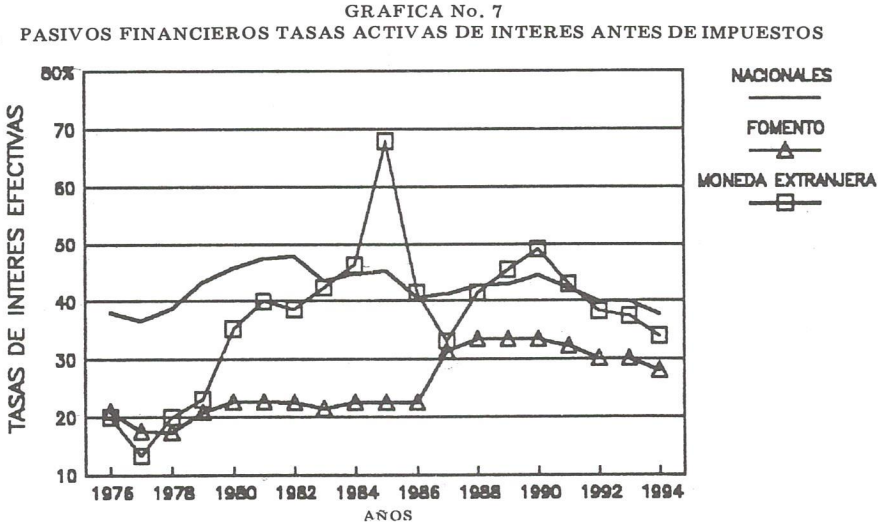
- El costo real de la tasa activa, antes de impuestos, sea del 13<sup>o</sup>/o, promedio de los últimos años, y,
- El costo real de la tasa de fomento, antes de impuestos, sea del 5<sup>o</sup>/o, promedio de los últimos años.



## 2. Análisis Gráfico de Resultados

A partir de los costos del Anexo No. 6.2, se elaboraron las Gráficas 7, 8 y 9, las cuales se comentan a continuación.

### a. Comparación de Tasas Activas Antes de Impuestos



FUENTE: Anexo Nro. 6.2

La Gráfica No. 7 nos muestra la evolución de las tasas activas, antes de impuestos, para préstamos ordinarios en moneda nacional, fomento (ponderado) y moneda extranjera.

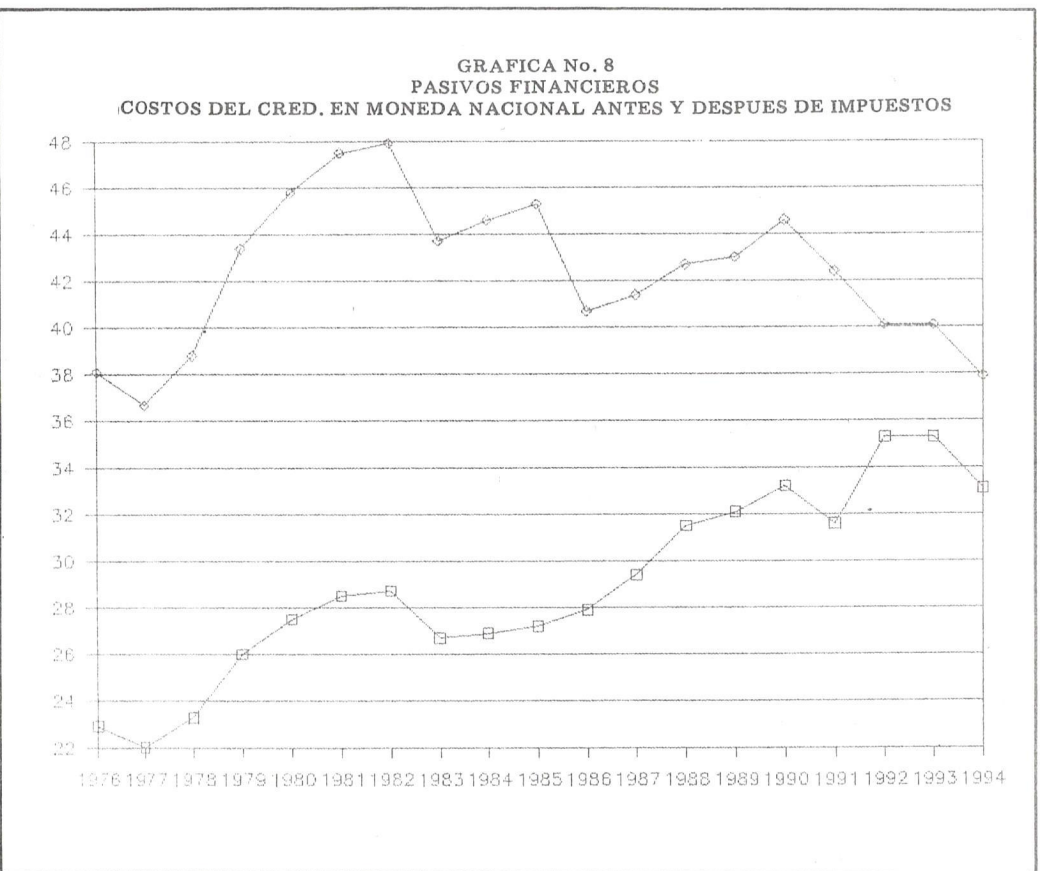
Las principales conclusiones son:

- El costo de la moneda nacional ha oscilado durante 14 años, de 1976 a 1990, entre el 40 y 50% efectivo;
- El costo del crédito de fomento señala dos épocas:
  - de 1976 a 1986 su nivel estuvo alrededor del 20%
  - de 1986 a la fecha ha subido a niveles del 33%
- El costo de la moneda extranjera ha sufrido grandes oscilaciones como corresponde a los elementos de su costo: la devaluación nominal del peso y los niveles de las tasas de interés internacionales;
  - Específicamente el costo de la moneda extranjera indica:
    - Creció del 20% al 40% entre 1976 a 1984
    - Registró el nivel máximo, cercano al 70%, en 1985, y,

— Desde entonces conserva un nivel aproximado de paridad con el costo de la moneda nacional.

**b. Costos de Moneda Nacional Antes y Después de Impuestos**

A fin de ilustrar, el efecto de las modificaciones en las normas fiscales sobre el costo de los pasivos, se elaboró la Gráfica No. 8, para aplicarlo al caso de moneda nacional.



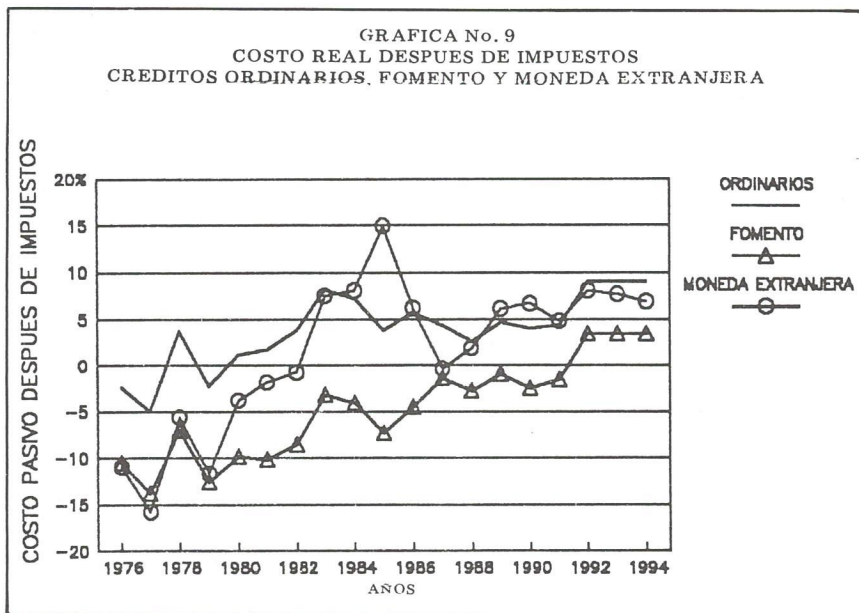
Las conclusiones que de ella se deriven serán del mismo patrón para las otras dos formas de financiación, obviamente acordes con sus niveles.

Las principales, son:

- Entre 1976 y 1985, con tasa de impuesto a la sociedad anónima del 40<sup>o</sup>%, el costo después de impuestos era el 60<sup>o</sup>% del costo efectivo, y por ello el beneficio tributario del endeudamiento, distancia vertical entre las dos curvas, era mayor;
- A partir de 1986, con la reducción de la tarifa del 40<sup>o</sup>% al 30<sup>o</sup>% y la introducción de la no deducibilidad del componente inflacionario de los gastos financieros, se redujo la diferencia, o sea el beneficio fiscal del endeudamiento, y,
- A partir de 1992, con los ajustes integrales por inflación, se culmina el proceso y se reduce, aún más el beneficio tributario de los pasivos, incrementándose el costo después de impuestos.

c. Costo Real de Pasivos Después de Impuestos

A fin de ver el efecto total, neto de inflación e impuestos, sobre las tres fuentes de financiación, se elaboró la Gráfica 9.



FUENTE: Datos Anexo No. 5.2

Los puntos principales a anotar, sobre el costo real, después de impuestos, de los *créditos ordinarios* en moneda nacional, son:

- El interés real fue negativo, con anterioridad a 1980, en la gran mayoría de los casos indicados;
- A partir de 1980 dicho costo se sitúa alrededor del 5<sup>o</sup>/o anual;
- Aunque se proyecten menores tasas nominales, a partir de 1991, el interés real sube por la reducción del beneficio tributario al endeudamiento.

En cuanto al *crédito de fomento*, la situación de costo real, después de impuestos, es reflejo del subsidio al crédito y el beneficio tributario adicional, por ello:

- Hasta 1980 la tasa real era negativa alrededor del -10<sup>o</sup>/o;
- Durante la década pasada, todavía se mantiene la tasa real negativa, pero en un nivel superior -5<sup>o</sup>/o, con tendencia a cero para fines de los 80;
- Con las cifras proyectadas y el efecto de los ajustes integrales por inflación, dicho costo puede pasar a ser positivo (3<sup>o</sup>/o) en el futuro.

Finalmente, el costo real, después de impuestos, de la *moneda extranjera* muestra tres etapas claramente delimitadas, a saber:

- Entre 1976 y 1980, dicho costo es casi igual al crédito de fomento. En realidad reflejaba el bajo costo de dicho financiamiento por el atraso en la devaluación del peso en ese lapso.
- Durante los 80 se emparejó el costo con el de la moneda nacional, y,
- En el futuro, de cumplirse las proyecciones, se conservará la paridad con la moneda nacional tanto en lo cambiario como en los niveles de las tasas de interés<sup>8</sup>.

### 3. Inconvenientes de los Créditos de Fomento

Herrera<sup>9</sup> indicó cómo el subsidio promedio del crédito de fomento estuvo entre 17 y 22.5 puntos entre 1976 - 1980, entre 22.2 y 25.3 puntos entre 1981 y 1984, y descendió, en la segunda mitad de la década pasada, por debajo del 10<sup>o</sup>/o.

La disminución registrada en el nivel de subsidio obedece a la política de las autoridades económicas de elevar el costo de los recursos

8. En una economía abierta es necesario conservar dicha paridad pues en otra forma los movimientos de capitales se encargan de equilibrar las diferencias mediante el "arbitraje".

9. Herrera, Santiago: op. cit.: pág. 67.

de este “crédito dirigido” a niveles comerciales, ampliar su plazo y mejorar las cuantías a desembolsar.

La estructura subsidiada para los costos de los créditos de fomento creaba varios problemas, a saber:

- Como alguien tenía que pagar el costo del subsidio, los recursos eran limitados y su consecución se hacía por medios forzosos o discrecionales;
- Se restringían su monto y plazo, por tratarse de un “favor” para el prestatario, perjudicando la estructura financiera de sus proyectos y la sana política de financiar las inversiones con fuentes de plazo similar a la vida del activo;
- Su otorgamiento discrecional creaba ineficiencia en la asignación de los recursos.
- Los requerimientos de capitalización de las empresas, o límites de endeudamiento sobre activos, crearon una imagen distorsionada del riesgo financiero.
- En opinión del Banco Mundial “a partir de 1970 los mercados de valores han decaído drásticamente en importancia, coincidentes con la creación de las líneas de crédito de fomento del Banco de la República, que orientó la inversión nacional hacia la financiación de la producción con recursos distintos a los del sector privado, lo que en buena parte explicaría a su vez la fuga de capitales hacia mercados rentables y seguros”<sup>10</sup>.

### C. CAPITAL ACCIONARIO<sup>11</sup>

La pauta en el tratamiento fiscal de la inversión accionaria ha sido aliviar la carga tributaria que sobre ella pesaba, estableciendo uniformidad entre las diferentes formas de asociación —anónima, limitada, etc.— para fines de impuestos.

En aras de la brevedad se hará referencia a los cambios más recientes, particularmente los introducidos por la Ley 75/86 y los Decretos 2696 y 2687 de 1988.

#### 1. Inversión Nacional

Con la ley 75/86 se produjeron los siguientes cambios principales:

- Se unificaron las tarifas del impuesto de renta para las sociedades en el treinta por ciento (30<sup>o</sup>/o);

10. Citado en el Editorial de LA REPUBLICA, Julio 25 de 1990.

11. Un análisis del tema lo hace el autor en: Orozco, G., *Efectos Financieros.*, (op. cit.), Cap. 6.

- Se eliminó la doble tributación para los dividendos: impuestos a las utilidades de la empresa y a sus accionistas;
- Se permitió el ajuste *acumulado* al costo fiscal de las acciones propiedad de personas naturales, no así de las sociedades inversionistas, y,
- Se marcó un desequilibrio en el tratamiento fiscal de los dividendos y las valorizaciones de las acciones;
- Los inversionistas institucionales —fondos mutuos, fondos de inversión, fondos de pensiones— entraron a un nuevo régimen de impuesto a la renta.

Con los decretos citados se presentan, adicionalmente, las siguientes condiciones:

- Se elimina el impuesto de renta o ganancia ocasional a la venta de acciones en bolsa para los pequeños inversionistas (patrimonio bruto menor a \$20 millones de pesos en 1988)
- Se establece como criterio de ajuste para la inversión en acciones, o derechos sociales, el valor en bolsa, o el valor en libros *después de que la empresa en la cual se tiene la inversión haya efectuado sus ajustes por inflación*.

Con las medidas anteriores se propicia la concentración de la propiedad accionaria y se crea una inequidad para aquellos casos en los cuales las variaciones del precio de las acciones (bolsa o intrínseco) sean superiores al índice de precios al consumidor, base de los ajustes integrales por inflación.

#### D. BOLSAS DE VALORES O ESCONDITES FISCALES

La existencia de la renta presuntiva patrimonial, la cual toma el valor en bolsa para las empresas inscritas en bolsas de valores y el intrínseco para el resto, ha hecho que algunas empresas se inscriban en bolsa con el sólo propósito de desvirtuar dicho nivel de gravamen.

Para los accionistas o socios el efecto se diluye ya que el valor patrimonio neto de las acciones y aportes en sociedades no forma parte de la base patrimonial para renta presuntiva.

Por otra parte, como ya se notó, los ajustes integrales por inflación establecidos por el Decreto 2687 de 1988 indican que el ajuste a efectuar en las acciones de empresas no inscritas en bolsa, se realizan con base en el valor intrínseco de la acción en la “respectiva sociedad, una vez ésta haya efectuado el reajuste de sus propios activos”.

En consecuencia, hay una tentación adicional para matricular las empresas en bolsa para desvirtuar el impacto que puedan tener estos nuevos ajustes.

Así las cosas, existe el riesgo de que las bolsas, en lugar de ser el escenario que su propia esencia les reserva, se conviertan en escondites fiscales para arreglar los puntos anteriores.

Por ello, es a todas luces conveniente:

- Eliminar la renta presuntiva patrimonial, que, dicho sea de paso, entra en conflicto con los ajustes por inflación.
- Unificar, bajo el sistema de ajustes por inflación, el tratamiento fiscal de las empresas, independientemente de que estén o nó, inscritas en bolsas de valores.
- Consecuente con lo anterior, no debe existir diferencia en el tratamiento fiscal de la tendencia de acciones en sociedades anónimas en virtud de su clasificación de abiertas o nó;
- Eliminar la diferencia en tratamiento fiscal de los dividendos y valorizaciones de inversión en acciones y uniformar el tratamiento de ajuste de estas últimas, para fines de costo fiscal, entre personas naturales y jurídicas.

## E. INVERSION EXTRANJERA

El tratamiento fiscal de la inversión extranjera ha sido reflejo de la política general respecto a esta forma de ahorro externo:

- Se conserva la doble tributación sobre dichas utilidades al gravarlas con impuesto a la renta y, posteriormente, volver a gravar los dividendos que se distribuyan.
- Los inversionistas tienen un límite (actualmente del 25<sup>o</sup>/o sobre el capital registrado) para la remesa de utilidades al exterior,
- El Decreto 1265 de 1987 eliminó la posibilidad de aumentar la base de capital registrado con utilidades retenidas no remesables.

En cuanto a lo fiscal, con la expedición de la Ley 75/86, al reducirse la tarifa del impuesto de renta al 30<sup>o</sup>/o, y posteriormente la de los dividendos al 20<sup>o</sup>/o, se ubicó el impuesto combinado en el 44<sup>o</sup>/o.

Es decir, de cada \$100 de utilidad antes de impuestos, sólo le llegan \$66 al inversionista extranjero mientras que el nacional recibe \$70, por cuanto, en la gran mayoría de los casos, los dividendos no son gravables.

## F. NUEVA REFORMA TRIBUTARIA

Actualmente cursa en el Congreso un proyecto de Ley por medio del cual se proponen múltiples modificaciones al régimen fiscal

colombiano, y entre ellas hay algunas propuestas que significarían cambios sustanciales a algunas de las cosas ya anotadas.

En razón de lo anterior, vale la pena señalar las principales:

- Que la utilidad proveniente de la enajenación de acciones realizada a través de una bolsa de valores no constituya renta ni ganancia ocasional;
- Que la distribución de dividendos en acciones y la capitalización de utilidades de empresas cuyas acciones se coticen en bolsa no constituyan renta ni ganancia ocasional, y,
- Que no sean contribuyentes del impuesto sobre la renta y complementarios los siguientes fondos: inversión, valores, comunes de las fiduciarias, de inversión de capital extranjero, de pensiones de jubilación e invalidez y los de cesantías.

## VII. LA INVERSION PRODUCTIVA Y LAS FUENTES DE FINANCIACION

Las necesidades de financiación de las empresas surgen de las decisiones de inversión. Estas, a su vez, son producto de las oportunidades de negocios, del espíritu empresarial de las gentes, de las percepciones de riesgo político, económico y comercial y, en general, del marco total de la economía.

Adicionalmente, la inversión estatal, también influye en ambos escenarios: el de la inversión privada y el de la competencia por las fuentes de financiación.

### A. LA INVERSION EN COLOMBIA

Un estudio reciente, elaborado por el Banco de la República<sup>12</sup>, señala cómo, para la mayor parte de la década pasada (1980 — 1988), “a diferencia de lo ocurrido en los países de América Latina que se encuentran altamente endeudados, Colombia ha logrado mantener su tasa de inversión”, y añade que “esa dinámica de la inversión estuvo liderada por el sector privado”.

Ilustra lo anterior con datos como los siguientes:

- Del PIB, fue del 19.8<sup>o</sup>/o, distribuido entre: privada (11.6<sup>o</sup>/o) y pública (8.2<sup>o</sup>/o);

---

12. *Comentarios sobre las Tendencias de la Inversión en Colombia*, NOTAS EDITORIALES, Revista del Banco de la República, Octubre 1989.



- El ahorro interno, como proporción del PIB, tuvo un promedio aritmético, durante el mismo lapso, del 18.3<sup>o</sup>/o, pero con grandes oscilaciones (14.7 – 22.3<sup>o</sup>/o);

- Las mayores oscilaciones del ahorro interno han estado en cabeza del ahorro gubernamental, como consecuencia del Fondo Nacional del Café y la dificultades del sector energético;

- Como la inversión pública fuera del 8.2<sup>o</sup>/o del PIB, mientras el ahorro interno público promedio fue del 2.6<sup>o</sup>/o del PIB, el sector público utilizó una parte sustancial del ahorro externo y tomó prestado el superavit del 2.1<sup>o</sup>/o del PIB que generó el sector privado, para financiar un déficit fiscal promedio del 6.1<sup>o</sup>/o.

Al considerar la inversión, ya sin tener en cuenta los inventarios, señala: “El crecimiento de la industria manufacturera en su conjunto, en el período 1986 – 1988, se ha apoyado en una mayor utilización de la capacidad instalada y no en renovaciones y ensanches significativos, lo que de alguna manera muestra la necesidad de buscar nuevos esquemas de crecimiento”.

Indica algunos patrones de la evolución de la inversión;

- Una creciente participación de la inversión en maquinaria y equipo, que, de 1985 a 1988, pasó del 29.1<sup>o</sup>/o al 30<sup>o</sup>/o de la inversión total;

- La inversión pública en activos fijos creció, entre 1982 y 1984, del 14.6<sup>o</sup>/o al 16.2<sup>o</sup>/o de la inversión total debido a las grandes inversiones mineras, petroleras y de generación eléctrica.

- Por el contrario, la inversión en infraestructura bajó, entre 1981 – 1985, del 4.10<sup>o</sup>/o al 2.8<sup>o</sup>/o para registrar una pequeña recuperación al 3.3<sup>o</sup>/o en forma reciente.

## B. INVERSION EN ACTIVOS, LA APERTURA Y EL COSTO DE CAPITAL

Las principales inversiones del sector productivo real constan de activos fijos y capital de trabajo.

Como quiera que se registra un alza en el costo del dinero pasivo, principal fuente de financiación de la actividad productiva nacional, creo necesario analizar, más a fondo, algunos efectos de la apertura económica sobre tales inversiones.

### 1. Inversión Neta en Activos Depreciables

Una buena parte de la inversión en activos fijos del sector real

corresponde a bienes de capital importados, los cuales se han visto sometidos a un incremento en costos debido a:

- Los recargos a las importaciones: aranceles, impuestos, etc.
- La gran devaluación del peso respecto a las monedas de origen de los bienes, particularmente Europa y Japón.

Adicionalmente, el incremento en el costo de capital pasivo en la última década crea preocupación sobre el impacto que dicha alza puede tener en las decisiones de inversión principalmente en activos depreciables.

Por otra parte, la internacionalización de la economía prevé una disminución de las cargas fiscales a las importaciones —aranceles, tarifas, impuestos, etc.— lo cual reduce el costo de las inversiones de capital<sup>13</sup>

Esto permitirá una más fácil reconversión de la industria nacional, y la adopción de nuevas tecnologías para mejorar su competitividad en los mercados interno y externo.

Con el objeto de analizar el efecto combinado: costo del activo costo del capital, recordemos que la inversión en activos fijos depreciables da lugar a deducciones futuras (depreciaciones) para fines fiscales.

Se define como *inversión neta en el activo*, el resultado de restar a la inversión inicial el valor presente de los ahorros fiscales por las depreciaciones futuras<sup>14</sup>.

## 2. Ejemplo Ilustrativo

Si se trata de importar un equipo, con costo F.O.B. de US\$1.333.34, tasa de cambio de \$500 por dólar y recargo de importaciones del 50<sup>o</sup>/o, el costo C. I. F. es de \$1.000.000. (Anexo No. 7.1).

Si adicionalmente se supone:

- Una inflación promedia anual del 24<sup>o</sup>/o,
- Activo ajustado por inflación y depreciaciones anuales sobre esa nueva base, a razón del 10<sup>o</sup>/o anual,
- Tasa de descuento, para obtener el valor presente neto de los ahorros fiscales por concepto de las *depreciaciones ajustadas de cada período*, del 36<sup>o</sup>/o.

---

13. Durante el año en curso se han reducido los impuestos a las importaciones del 18<sup>o</sup>/o al 16<sup>o</sup>/o, y recientemente al 10<sup>o</sup>/o.

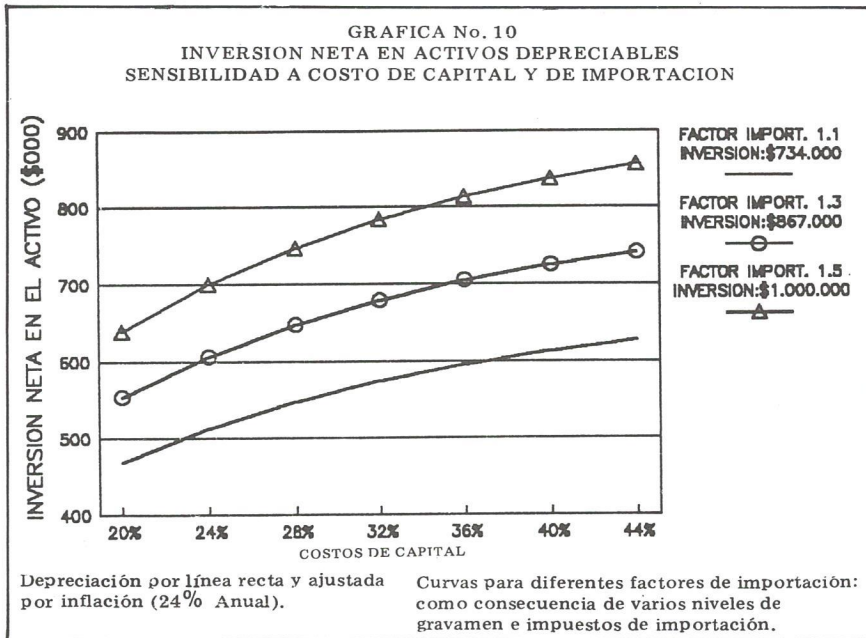
14. Summers, Lawrence H., "Investment Incentives and the Discounting of Depreciation Allowances", *The Effects of Taxation on Capital Accumulation*, Martin Feldstein (editor, The University of Chicago Press, 1987.



Se obtiene que la inversión neta en el activo es de \$799.300, lo cual quiere decir que el saldo es un “aporte” del estado a las inversiones de capital de las empresas, el cual se irá concretando en la medida que se deduzcan las depreciaciones y se logran la deducciones y ahorros fiscales por dicho concepto. Podrá afirmarse que en toda inversión de bienes con derecho a deducción fiscal futura, el Estado es socio con aportes diferidos.

### 3. Análisis de Sensibilidad

Con el objeto de analizar el impacto que tiene la variación en los sobrecostos a las importaciones, contra las variaciones en el costo de capital, se ha elaborado la Gráfica No. 10.



Los elementos básicos del análisis son:

- Los recargos a las importaciones se han variado del 10<sup>o</sup>/o, al 30 y 50<sup>o</sup>/o del valor F.O.F. del bien;
- Lo anterior arroja inversiones iniciales de: \$734.000, \$867.000 y \$1.000.000, respectivamente;
- El costo de capital, o tasa de descuento para los beneficios fiscales, se ha delimitado entre el 20<sup>o</sup>/o y el 44<sup>o</sup>/o.

De ella podemos ver los siguientes puntos principales:

- A una tasa de descuento del 24<sup>o</sup>%, igual a la tasa de importaciones del 50<sup>o</sup>%, es de \$700.000, que equivale a puede depreciar la totalidad de la inversión en el primer año<sup>15</sup>;
- A mayor tasa de descuento es más alta la inversión neta, ya que disminuye el valor presente de los beneficios fiscales, y,
- Se observa, entonces, que la reducción en los recargos a la importación (menor factor de importación), tiene proporcionalmente mayor impacto en reducir el costo neto de la inversión, que la reducción en el costo de capital.

Obviamente con lo anterior se refleja la lógica financiera del valor del dinero en el tiempo, por cuanto un ahorro inicial pesa más que si ocurriera en el futuro.

Para ello es de suma importancia reducir las cargas a las importaciones de bienes de capital, como mecanismo de incentivar la inversión y adopción de nuevas tecnologías.

Por otra parte, aunque el incremento en el costo del crédito, particularmente el de fomento, tienen algún impacto sobre determinadas inversiones, el hecho de que tenga costos comerciales, de conformidad con la realidad económica del País, permite no racionar los recursos y otorgar mejores plazos, más acordes con el tipo de activos a financiar, lo cual mejora la posibilidad de promover la inversión en maquinaria y equipo para mejorar la productividad e incorporar tecnología al sector real de la economía.

#### 4. Inversión en Capital de Trabajo

La remoción de trabas administrativas a las importaciones de bienes (licencias, etc.) permitirá que las empresas revisen las políticas de importación de materias primas, repuestos, etc.

Si adicionalmente se logran reducciones en los aranceles, el nivel de inversión en inventarios puede reducirse, mejorando notablemente la rentabilidad de las empresas y compensando el incremento en el costo de capital.

No sucede lo mismo con la cartera, a pesar de que el uso de pasivos para financiación de cartera, en presencia de la inflación, es neutro, por cuanto lo que se pierde en poder adquisitivo en la cartera se gana en el pasivo. En este caso, el incremento en costo financiero hace más onerosa la administración de las cuentas por cobrar de toda índole.

---

15. Esto equivale al sistema de impuesto a la renta con base en flujo de caja.

## VIII. EL CREDITO DE FOMENTO Y LAS CAPITALIZACIONES EMPRESARIALES

Después de muchos años de crédito subsidiado para las actividades económicas del país, se adoptó, a principios de la década pasada, igual mecanismo para promover la capitalización empresarial y ayudar a las empresas del sector real.

### A. EL FONDO DE CAPITALIZACION EMPRESARIAL

A principios de los 90, cuando la crisis financiera de varias empresas del sector real condujo a muchas entidades financieras a su propia crisis, la Junta Monetaria creó el Fondo de Capitalización Empresarial (Resolución 16 de 1983), inicialmente orientado a otorgar préstamos a los accionistas de las sociedades anónimas para la compra de acciones o suscripción de bonos obligatoriamente convertibles en acciones.

Los intereses eran del 24<sup>o</sup>/o t.a. y 30<sup>o</sup>/o t.a., y el plazo de 2 y 3 años, para anónimas abiertas y no abiertas, respectivamente.

A fines de 1983 se introdujeron las primeras modificaciones al plazo (mayor) y a las tasas de interés (menores) que hicieron su uso más atractivo. (Res. 116/83, Junta Monetaria).

Normas posteriores modificaron paulatinamente el costo de los fondos para el usuario, refiriendo los intereses al valor de la tasa DTF, inicialmente para los recursos propios de los intermediarios financieros (Res. 55 de 1985, J. Monetaria), y finalmente para toda la colocación (Res. 24 de 1987, J. Monetaria).

Con base en esta última norma:

- Se modificaron sustancialmente el costo y las ventajas del FCE elevando el primero a niveles del mercado de dinero;
- Se permitió la suscripción de derechos sociales en algunas compañías limitadas;
- Se orientaron los préstamos a participar en la financiación de proyectos de inversión de las empresas receptoras y no se permitió su uso para la cancelación de pasivos, destino que originalmente fue de gran frecuencia.

Adicionalmente, la Resolución 56 de 1989 introdujo la más sustancial modificación al crédito de fomento, modificando las condiciones de todos los fondos del Banco de la República, entre ellos el FCE con base en los siguientes lineamientos:

- Tasas flexibles con el mercado y los plazos del préstamo:

DTF + 5<sup>o</sup>/o para el primer año y .25<sup>o</sup>/o adicional para cada año de plazo, hasta un máximo de 5 puntos;

- Dos años de gracia y posibilidad de capitalizar los intereses, y,
- Mayor libertad al intermediario financiero para la negociación del préstamo y sus condiciones.

Por último, el pasado mes de septiembre de 1990, la Junta Monetaria, mediante Resolución 44, introdujo las últimas modificaciones a los créditos de fomento, y por consiguiente al FCE.

Podrán resumirse los propósitos de esta última resolución, en la forma siguiente:

- Hacer más atractivas las operaciones para los intermediarios financieros,
- Igualar su costo con las tasas de mercado y poner énfasis en que su ventaja radica en los plazos y períodos de gracia otorgados.

### 1. Uso del FCE.

Desde su constitución (1983) hasta Julio de 1990, la utilización del FCE ha sido variable y caracterizada por los siguientes hechos: (Anexo No. 8.1).

- Ha aprobado préstamos por \$40.642,2 millones de pesos, de los cuales el 66.4<sup>o</sup>/o ha sido utilizado para suscripción de acciones, el 32.2<sup>o</sup>/o para suscripción de BOCAs y el 1.4<sup>o</sup>/o para suscripción de derechos sociales;

- Durante el período 83—86, se aprobaron créditos por \$24.591 millones de pesos, equivalentes al 60.5<sup>o</sup>/o de las aprobaciones y repartidos en proporciones casi iguales entre acciones y BOCAs.

- En la vida del fondo se aprobaron 210 emisiones, lo cual da una idea de su poca cobertura en términos del número de empresas beneficiadas;

- La Res. 24 de 1987 (Abril 29), incrementó el costo de los recursos al referirlos a la tasa DTF, y las cifras indican que no se volvieron a utilizar para la suscripción de bonos convertibles;

- Simultáneo con lo anterior, coincide el surgimiento de los bonos ordinarios;

- Es factible que las BOCAs, igual que las acciones, financiadas con el FCE se colocarán dentro del grupo de accionistas de las empresas beneficiadas y, en ausencia del subsidio inicial, agotados los recursos propios necesarios, se abandonará la utilización de tales recursos, como de hecho sucedió;

- Finalmente, durante 1990, con posterioridad a la Resolución 56 de 1989, el uso del fondo es casi nulo.

Puede decirse que el FCE ayudó a la capitalización de algunas empresas, así durante su primera etapa las empresas hayan pagado a sus accionistas, en el caso de suscripción de BOCAs, vía intereses, el costo de los préstamos y algo adicional para la amortización de los mismos. Es decir que la capitalización efectiva, en este caso, es inferior a lo sugerido por las cifras.

Por otra parte, convirtiendo los montos aprobados de cada año a dólares, a la tasa de cambio promedio de cada período (Anexo No. 8.1), vemos que el valor total ascendió a US\$235.6 millones, de los cuales, entre 1983—1986 se aprobaron el 77.2%. Adicionalmente, el año de mayor utilización del FCE, con US\$67.7 millones, fue 1986, con el 28.7% de lo aprobado en los ocho años de vida del fondo.

## B. FONDO DE DEMOCRATIZACION DEL SISTEMA FINANCIERO

Así como se creó el FCE para el sector real de la economía, la Resolución 42/83, de la Junta Monetaria, constituyó el Fondo de Democratización del Sistema Financiero (FDSF), con iguales propósitos: financiar la capitalización del sistema financiero vía acciones o BOCAs.

Modificaciones posteriores de importancia se efectuaron mediante las siguientes resoluciones del mismo organismo: 60 de 1984 y 84 de 1985.

### 1. Uso del FDSF

Dicho fondo captó, mediante los Títulos de Resolución 60/84, recursos que ascendían a \$33.769 millones de pesos a fines de 1986.

La utilización de los recursos se distribuyó entre los bancos, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial, con las siguientes cuantías y proporciones:

	CUPOS (\$MM)	UTILIZACIONES (\$MM)	PORCEN- TAJE
BANCOS	20.161	18.457	60%
CORFINANCIERAS	7.353	6.543	22%
C.F. COMERCIAL	5.825	5.324	18%

## IX. EL MERCADO DE VALORES: CAPITALS Y DINERO

Organizando las cifras de valores transados entre 1980 y 1989, entre mercado de valores — acciones y bonos — y mercado de dinero, que comprende la transacción de papeles de corto plazo, se obtienen los Anexos 9.1 y 9.2.

De ellos podemos ver:

- A principios de la década pasada, alrededor del 80% de los papeles transados en bolsas eran del sector público;
- Tal proporción disminuyó notablemente durante 1988 y 1989, con el 50% y 27%, respectivamente;
- El mercado de acciones, que a principios de los 80 era del 15—20% del mercado de valores, descendió su participación hasta el 1.5% en 1985, para mostrar una recuperación, hasta el 4—5% a fines de la década pasada.
- En términos generales la composición del mercado es de preferencia por los papeles de corto plazo — mercado de dinero — ya que el mercado de capitales estuvo por debajo del 10%, en promedio, en la década pasada;
- Dentro del mercado de dinero es pertinente señalar la mayor participación de los CDT, aceptaciones bancarias y pagarés, que en 1989 representaron el 61% del movimiento de las transacciones en bolsa.

Puede entonces decirse que las bolsas son, de conformidad con su movimiento, mercados de dinero, en lugar de mercados de capitales.

### A. EVOLUCION DE LOS PRECIOS

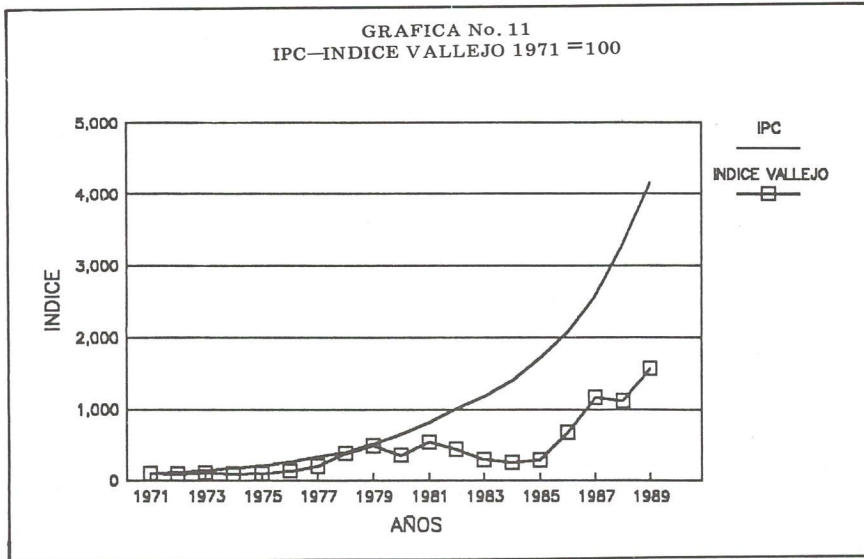
La rentabilidad que se obtiene por una inversión depende del tipo de papel:

- En el caso de los bonos es una combinación de la tasa de interés nominal y de su nivel respecto al mercado, y,
- En las acciones es la suma de los dividendos a recibir y del cambio de precio que sufra la acción: valorización o desvalorización.

Aunque no todas las acciones tienen dividendos en forma permanente, ya que estos dependen, en esencia, de los resultados financieros de la empresa emisora, los cambios de precio de las acciones son, por lo general, los cambios de causantes de modificaciones en la rentabilidad final de la inversión.



Una comparación de la evolución del INDICE VALLEJO (IV)<sup>16</sup> contra el Índice de Precios al Consumidor, entre 1971 y 1990 (Gráfica No. 11) nos muestra:



FUENTE: Datos Anexo No. 5.1

- Las variaciones de precios de las acciones guardaron, durante la década de los 70, un ritmo similar al de la inflación, aunque un poco por debajo de ella;

- Específicamente, entre 1971 y 1979, \$100 invertidos en acciones se valorizaron hasta \$486.4, lo cual, deflactado a pesos de 1971, equivales a un valor final de \$94.46, o sea una desvalorización real de \$5.53 de 1971.

- De 1979 a 1985 la situación de precios en el mercado de valores es dramática ya que mientras el IPC subió en 233.5%, el IV descendió 40% durante dicho lapso;

- Una importante recuperación del mercado accionario, entre 1985 y 1987, elevó el IV en 300%, muy superior al incremento en el IPC (50%), lo cual mejoró notablemente la rentabilidad real de la inversión en acciones.

16. El Índice Vallejo describe, desde 1971, las variaciones de precios de unos grupos de acciones para diferentes sectores de la actividad económica y, a su vez, converge hacia un índice general.

- Lo anterior correspondió a un mayor dinamismo de la economía y a mejores resultados de las empresas, muchas de las cuales recaudaron los dividendos que habían suspendido a principios de la década cuando registraron grandes dificultades, y,

- Siguió un estancamiento en los niveles de precios durante 1988 y luego una reacción en 1989.

En términos generales se observa que quien hubiere invertido en acciones en la década pasada, hubiera perdido en términos reales respecto al ritmo de alza de precios registrado por el IPC.

No es de extrañar entonces el bajo volúmen de transacciones y la poca apetencia por dicho tipo de inversión en los ahorradores.

Una causa de lo anterior radica en el tratamiento fiscal a que estaban sometidas las acciones con la doble tributación de la inversión accionaria: impuesto a las utilidades de las empresas y a los dividendos en los accionistas.

La norma anterior eliminó la doble tributación de los dividendos, pero todavía persiste el tratamiento desequilibrado de la inversión en acciones, particularmente para las sociedades inversionistas, quienes verían gravadas, como ganancias ocasionales, las utilidades *nominales* obtenidas por la venta de acciones, en caso de no haber realizado, año tras año, el ajuste a su costo fiscal.

Esta norma, aparentemente “castigadora” de los grandes inversionistas, complementada con aquella de los pequeños inversionistas<sup>17</sup> pueden vender sus acciones sin pagar impuestos, ha incrementado los incentivos para una mayor concentración accionaria.

## X. BONOS ORDINARIOS

Aunque el objetivo principal del presente trabajo es la inversión de riesgo, el reciente auge de los bonos ordinarios como mecanismo de consecución de fondos amerita un análisis de los mismos.

Los bonos ordinarios constituyen obligaciones de los emisores para con los tenedores y su uso, hasta 1985, era muy limitado en Colombia<sup>18</sup>.

---

17. El Decreto 2686 de 1988 estableció que aquellos contribuyentes con patrimonio inferior a \$20 millones de pesos, pueden vender en bolsa sus acciones de sociedades anónimas abiertas, sin que haya renta o ganancia ocasional, ya que el costo final es igual al precio de venta.

18. A principios de la década de los 70's algunas empresas utilizaron dicho mecanismo de financiación, e inclusive bonos opcionalmente convertibles en acciones.

Por su propia naturaleza implican una deintermediación financiera, ya que los recursos llegan directamente de los inversionistas a las empresas, sin pasar por los intermediarios financieros.

### A. VALOR DE LAS EMISIONES

La primera emisión de empresa industrial en la década pasada fue la que hiciera Coltejer S.A., en 1987, con las siguientes características:

- Cuantía de \$3.000 millones de pesos,
- Plazo de tres años,
- Intereses del 2.51<sup>o</sup>/o mensual, pagadero por mes vencido.

En la segunda mitad de la década de los 80 se intensificó el uso de los bonos, como nos lo indican los datos del Anexo No. 10.1.

- Las emisiones de bonos ordinarios ascendieron a \$111.437 millones de pesos entre 1985 y 1990 (Julio);

- De estas emisiones el 96<sup>o</sup>/o ocurrió entre 1988 y lo que va transcurrido de 1990;

- El primer lugar lo ocupa el sector financiero con el 41.1<sup>o</sup>/o del valor de las emisiones, seguido por el industrial (38<sup>o</sup>/o), servicios (19.2<sup>o</sup>/o) y comercial (1.1<sup>o</sup>/o).

- El año de mayores emisiones, en términos corrientes, fue 1989, con \$49.600 millones de pesos;

- Durante los primeros siete meses del año en curso (1990) se registraron emisiones por \$36.142 millones de pesos, lo cual parece insinuar una superación al nivel del año anterior. No obstante, el ritmo ha disminuido sustancialmente durante la segunda mitad del año.

### B. PLAZOS DE LAS EMISIONES

El plazo de las emisiones de bonos ha sido variable, según los sectores, predominando los bonos a tres años.

Un detalle de lo anterior lo observamos en los siguientes datos:

SECTOR	RANGO DE PLAZOS (MESES)	PLAZO MAS FRECUENTE (MESES)
COMERCIO	30 – 36	30
INDUSTRIA	12 – 60	36
SERVICIOS	12 – 48	VARIADO
FINANCIERO	12 – 36	12 – 24

Como puede verse los mayores plazos los ha usado el sector servicios, correspondientes a las emisiones de bonos del Municipio de Medellín y de la Empresa de Energía Eléctrica de Bogotá en 1990.

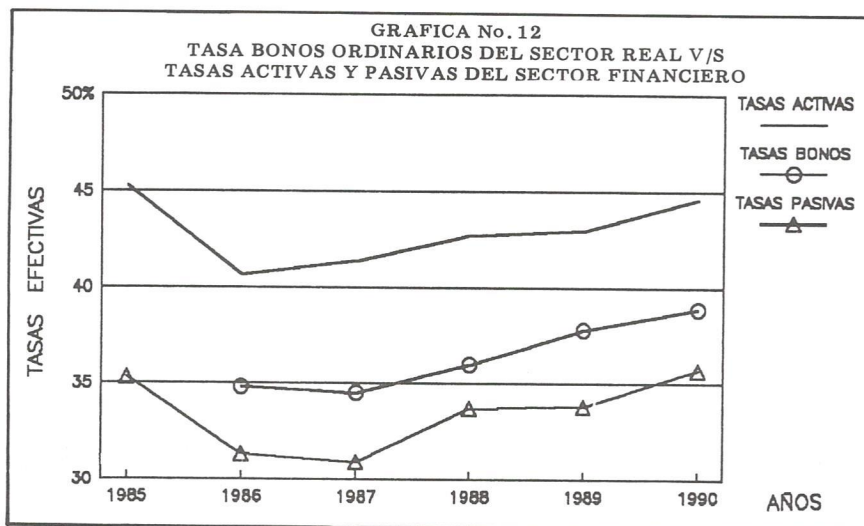
En cuanto al sector privado, en los sectores indicados, el plazo predominante ha sido tres años.

### C. COSTO EFECTIVO DE LAS EMISIONES DEL SECTOR REAL

Aunque las mayores emisiones de bonos han ocurrido en el sector financiero, normalmente el costo de dichos bonos está referido a la tasa DTF, como corresponde a los intermediarios financieros que tienen la opción de captar directamente recursos de los ahorradores.

En cambio, si tomamos el sector real — comercial, servicios e industrial — es importante observar el resultado, en términos de costo, del uso de los bonos ordinarios.

Para ello se ha elaborado el Anexo 10.2 del cual se elaboró la siguiente Gráfica:



FUENTE: Datos Anexo No. 10.2

De ella podemos observar:

- Las tasas activas y pasivas del sistema financiero se han movido en forma paralela creando un margen de intermediación financiera entre el 9 y 10<sup>o</sup>/o;

19. Diferencia entre las tasas efectivas activa y pasiva del sistema financiero.

- El costo efectivo de los intereses de los bonos del sector real ha estado en una posición intermedia entre las tasas anteriores,

- Las empresas emisoras han logrado ahorrarse parte del margen de intermediación<sup>19</sup> de las entidades financieras.

Definiendo como Ahorro Efectivo del Interés del Bono (AEIBO), la diferencia entre las tasas efectivas activas del sistema financiero y la del bono, y comparándolo contra el margen de intermediación, podemos calcular el Porcentaje de Aprovechamiento de la Desintermediación (PADE). (Anexo No. 10.2).

De su valor podemos observar lo siguiente:

- Las primeras emisiones tuvieron un PADE del 62.8<sup>o</sup>/o en promedio,
- El aprovechamiento fue aumentando con el tiempo: 65.3<sup>o</sup>/o y 74.6<sup>o</sup>/o en 1987 y 1988, respectivamente;
- Para 1990 el PADE se reduce al 64.5<sup>o</sup>/o
- El despegue de las emisiones de bonos ordinarios coinciden con la baja en las tasas de interés del sistema;
- La tasa de interés de los bonos están más cerca de las de captación que las de colocación<sup>20</sup>;
- Aparentemente las alzas en las tasas de interés registradas durante 1990 han disminuído el uso de los bonos como forma de financiación.

Como puede verse, las empresas buscan formas de abaratar los recursos de capital y de mejorar los plazos de su endeudamiento y los bonos ordinarios han servido para ello.

Por otra parte, el aumento en el ritmo de inflación y la consiguiente alza en las tasas de interés, han disminuído la apetencia de los ahorradores por papeles de largo plazo (bonos), en contraste con los de corto plazo (CDT y Aceptaciones) y han introducido cautela en las empresas hacia las emisiones de bonos las cuales se encuentran prácticamente estancadas hacia finales del año en curso (1990).

#### D. NUEVO REGIMEN PARA BONOS

Con base en el Decreto 1026 de 1990, se modificó el régimen general para las emisiones de bonos, con las siguientes características principales:

- Se amplió la posibilidad de emitir bonos a un número plural de sociedades, utilizando la figura de fiducia mercantil;

---

20. Como toda emisión tiene costos, el ahorro efectivo es inferior.

- Se estableció el requerimiento de que “todo bono deberá ser objeto de calificación por parte de por lo menos una sociedad independiente y especializada, inscrita en el Registro Nacional de Intermediarios”;
- Se instituyeron los “bonos con cupones para la suscripción de acciones”.

## E. OTRAS ALTERNATIVAS DE FINANCIACION

Además de las realidades y mecanismos ilustrados, en búsqueda de propiciar la inversión de capital en Colombia, últimamente han surgido otros a saber:

- Creación de las acciones preferenciales sin derecho a voto (Ley 27, de 1990);
- Modificación del marco legal de los inversionistas institucionales (Decretos 2513, 2514 y 1515, de 1987);
- Establecimiento de las empresas evaluadoras de riesgo (Enunciadas en el Decreto 1026, de 1990)
- Normas modificatorias del marco del mercado de capitales, en aspectos tales como la creación de los depósitos centralizados de valores.

Las acciones preferenciales, los depósitos centralizados de valores y las empresas evaluadoras de riesgo son elementos útiles para ayudar al desarrollo del mercado de valores, pero, dada su novedad y falta de reglamentación, todavía no es factible evaluar los resultados o aceptación que lograrán en el medio.

### 1. Las Nuevas Acciones Preferenciales

La Ley 27 de 1990 creó las acciones preferenciales en Colombia, con las siguientes condiciones principales:

- Tienen derecho a un dividendo preferencial mínimo;
- Dicho dividendo se puede acumular hasta por tres años en caso de que no se pague, total o parcialmente;
- Tienen derecho a reembolso preferencial;
- No tienen derecho a voto, salvo en aquellas ocasiones en que las decisiones efecten sus derechos o por incumplimiento de las obligaciones del emisor para con los accionistas preferenciales.

Por su reciente adopción no es factible conocer su aceptación entre las empresas, pero constituyen un instrumento importante para mejorar el “menú” de opciones para la capitalización del aparato económico.

## XI. LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES

Sin lugar a dudas dichos entes<sup>21</sup> resumen varias características que reconcilian los intereses en conflicto entre empresas e inversionistas, a saber:

- Mediante la inversión diversificada<sup>22</sup> disminuyen los riesgos del portafolio;
- Por su carácter institucional, normalmente pueden ser fuentes de recursos importantes sin atentar contra el control y manejo de las sociedades;
- Pueden asumir un mejor papel de control de la información y análisis de las alternativas que lo ahorradores individuales;
- Hacia el futuro pueden jugar un importante papel en el desmonte de la retrospectividad de las cesantías y de la reforma laboral como un todo.

### A. FONDOS MUTUOS<sup>23</sup>

Son fondos creados por las empresas y sus empleados, para armar un portafolio de inversiones con los ahorros de los últimos y la complementaria de las primeras. Su marco normativo se modificó sustancialmente con la expedición del Decreto 2514 de 1987.

Entre 1985 y 1989 su número ha pasado de 27 a 73 fondos y su valor neto agregado — activos menos pasivos deducibles — subió de \$3.530.7 millones de pesos a \$21.064 millones de pesos (Tabla 11.1).

Durante el lapso indicado, las acciones y bonos de su portafolio de inversiones, pasaron del 16.0% de los activos totales, al 25.2%, sin incluir las valorizaciones.

A pesar de su crecimiento, su importancia como soporte de la capitalización empresarial es muy pequeña.

---

21. Las compañías seguros forman parte de este grupo pero no nos ocuparemos de ellas en el presente trabajo.

22. La diversificación no es equivalente a multiplicidad. Se trataría de invertir en forma tal que los movimientos económicos no afecten por igual todas las inversiones. Por ejemplo, una inversión en una cementera, una siderúrgica, una ladrillera y una fábrica de vidrios planos, aunque múltiple, sería igualmente dependiente del sector de la construcción.

23. A diferencia de los "mutual funds" existentes en los Estados Unidos, que se parecen más a los fondos de inversión de Colombia, los fondos mutuos tienen un carácter eminentemente prestacional de promoción de ahorro.

## B. FONDOS DE INVERSION

De gran auge durante los años 70, hicieron crisis con el sistema financiero en la primera mitad de los 80.

Al tiempo que se realizó la reforma de los fondos mutuos, con base en el Decreto 2515 de 1987 se introdujeron nuevas normas para los fondos de inversión, sin que por ello se vean signos de recuperación, a juzgar por los volúmenes de recursos que manejan (Tabla 11.1).

TABLA No. 11.1					
	1985	1986	1987	1988	1989
<b>FONDOS MUTUOS</b>					
VALOR NETO (A)	3.551	5.708	9.388	13.396	21.065
INVERSION EN ACCIONES Y BONOS (B)	564	672	1.043	2.405	5.304
PORCENTAJE (B / A)	16 <sup>o</sup> /o	12 <sup>o</sup> /o	11 <sup>o</sup> /o	18 <sup>o</sup> /o	25 <sup>o</sup> /o
<b>FONDOS DE INVERSION</b>					
VALOR NETO (C)			4.602	4.943	6.988
INVERSION EN ACCIONES (D)			1.382	1.446	2.227
PORCENTAJE (D / C)			30 <sup>o</sup> /o	29 <sup>o</sup> /o	32 <sup>o</sup> /o

## C. FONDOS DE PENSIONES

Con base en el Decreto 2513 de 1987 se trató de establecer un sistema complementario al de Invalidez Vejez y Muerte (IVM) del Instituto de los Seguros Sociales.

Ya desde entonces se advertían las dificultades del ISS para atender dichas prestaciones.

Aunque el decreto ha tenido muy poco efecto<sup>24</sup>, el problema ha adquirido mayores dimensiones de crisis, al punto que dentro del

24. Con base en él sólo se han creado dos fondos de pensiones, el del Banco Popular y otro por parte de una fiduciaria.



paquete de reforma laboral del presente Gobierno es factible esperar la privatización de los fondos de pensiones y el establecimiento de la libertad de afiliación de los usuarios<sup>25</sup>.

#### D. DIMENSION DE LOS FONDOS MUTUOS Y DE INVERSION

Dentro del marco normativo de los fondos, que determina la mezcla y tope de los distintos tipos de inversiones, la evolución reciente de los mencionados ha sido la siguiente, de conformidad con los reportados a la Comisión Nacional de Valores<sup>26</sup>:

Como puede verse de las cifras anteriores:

- Al cierre de 1989, el valor neto de los fondos mutuos era 3 veces el de los fondos de inversión;
- Entre los grupos de instituciones tenían inversiones en acciones y bonos por \$7.530,7 millones de pesos, equivalentes al 270/o de su valor neto total;
- Si se piensa que hay empresas que, individualmente consideradas, han emitido bonos en cuantías de \$3 — 5.000 millones de pesos, vemos la poca importancia de los fondos de mutuos y de inversión en el sistema de capitalización empresarial.

La experiencia internacional indica la importancia de los inversionistas institucionales en la capitalización empresarial y en el mercado de capitales.

Las cifras anteriores nos indican el tímido papel que dichos entes juegan en Colombia. Sin entrar a calificar la relación causa-efecto, pero entendiendo la interdependencia de ambos, es necesario tomar una serie de medidas para aumentar su participación en el progreso económico y la inversión de riesgo, a saber:

- Ampliar la gama de personas que pueden participar en el mercado de captación de recursos por la vía de los inversionistas institucionales, flexibilizar la estructura de su portafolio de inversión;
- Permitir la participación de capital extranjero en las sociedades administradoras de los fondos de inversión con el objeto de importar tecnología financiera para su manejo, y,
- Establecer un equilibrio fiscal entre su tratamiento tributario y el de otros inversionistas.

---

25. Para un excelente tratado sobre lo que podría ser un sistema privado de pensiones Colombiano, con base en la experiencia de Chile, ver: Silva, Martha J.: *El Sistema de Fondos de Pensiones en Chile y su Interés para Colombia*, BANCA & FINANZAS, Mayo — Junio 1990, Asociación Bancaria de Colombia.

26. COMISION NACIONAL DE VALORES, *Avance Estadístico Mensual*, Junio 1990.

## XII. ASPECTOS GENERALES

Los inversionistas han visto reducida su tranquilidad, y aumentado su riesgo para la inversión en acciones, debido, adicionalmente, a los siguientes factores:

- La mayor complejidad de las actividades comerciales;
- La mayor concentración de la propiedad<sup>27</sup> en manos de grandes inversionistas, las más de las veces personas jurídicas, con intereses distintos en cuanto a dividendos, etc.
- La reciente crisis de confianza que tuvo el mercado de valores, específicamente algunos participantes en las bolsas.

Por ello se hace necesario mejorar los sistemas de información y análisis sobre las empresas para una mayor transparencia del mercado y una mejor orientación de los inversionistas.

### A. SISTEMAS DE INFORMACION SOBRE LAS EMPRESAS

La contabilidad tradicional en presencia de la inflación, la falta de rigor en los procesos de las revisorías fiscales, y la inexistencia de normas de contabilidad generalmente aceptadas —hasta la expedición del Decreto 2160 de 1986 sobre la materia— han hecho que los estados financieros de las empresas sean altamente manipulables y por lo tanto fuentes de desinformación.

Dicha situación, que en el marco internacional se vuelve más compleja, la presencia de normas diversas entre países, condiciones macroeconómicas abismalmente distintas, etc., ha sido resuelta, en muy alto grado, trabajando con flujos de caja.

En el caso particular de Colombia, aunque los ajustes por inflación que se adoptarán a partir de 1992 son un paso adelante en el propósito de mejorar la información financiera, su adopción introduce una inevitable confusión inicial por el cambio de referencia y de lenguaje.

En términos generales, es necesario mantener revisadas y actualizadas las normas de contabilidad, las exigencias de información de las empresas captadoras de recursos entre el público y en general buscar, por todos los medios, mejorar la forma en que las empresas informan a terceros: acreedores, accionistas y el Estado.

---

27. Ver un análisis del tema en: COMISION NACIONAL DE VALORES, *Concentración de la Propiedad Accionaria en Colombia*, AVANCE ESTADISTICO MENSUAL, Mayo 1989.

## B. SOCIEDADES EVALUADORAS DE RIESGO

A la luz de lo anterior, las empresas evaluadoras de riesgo, y la exigencia de calificación establecida para las empresas que emitan bonos, tienen una gran importancia. (Decreto 1026, de 1990).

Estos entes independientes, de común utilización en otras latitudes, le dan transparencia al mercado de valores, para orientar mejor a los inversionistas y prestamistas. Su reglamentación es imperiosa.

## C. NORMAS DE CONTABILIDAD DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

Un foco de profunda ineficiencia en el pasado ha sido aquel originado por las normas de contabilidad para los intermediarios financieros.

La cartera en dificultades era fácilmente manipulable para no provisionarla y no reconocer, contablemente, un hecho financiero y económico de alta probabilidad de ocurrencia. Debido a lo anterior, los intermediarios financieros se toman años tratando de arreglar el problema de empresas en dificultades, incurriendo en un alto costo y en una gran ineficiencia para el sistema económico. Los organismos de vigilancia deben ser rigurosos en este sentido.

Adicionalmente, en presencia de las daciones en pago, y comités de vigilancia de empresas reestructuradas, se crean, nuevamente, escenarios de alta ineficiencia para la economía.

Creo que lo anterior propiciaría la aparición de un mercado secundario para la cartera en dificultades de las entidades financieras, lo cual sería un buen semillero de inversión de riesgo, donde acudirían empresarios — no banqueros — a comprar pasivos, y empresas, para sacarlas adelante con su conocimiento y experiencia empresarial.

## D. CONCORDATOS Y REESTRUCTURACIONES

Es útil la existencia de un régimen que permita salvar las empresas de un colapso que puede causar grandes perjuicios y el pasado reciente así lo demuestra, pero, a mi modo de ver, hay dos aspectos perjudiciales que se han registrado:

- El no permitir que algunas empresas se quiebren definitivamente, en ocasiones mediante la ayuda estatal, crea un marco de irresponsabilidad y aprovechamiento, y,

- Las entidades financieras pueden diferir, mediante manipulaciones contables, el reconocimiento de realidades económicas adversas en sus colocaciones, como ya lo he anotado.

Aunque el nuevo régimen concordatario no tiene suficiente tradición para evaluar su bondad, en general debe buscarse un sistema expedito para definir las medidas hacia empresas en dificultades y obligar a las entidades financieras a contabilizar de manera distinta sus colocaciones.

Esto debe ir acompañado de un adecuado tratamiento fiscal para dicha situación.

### XIII. LA INVERSION EXTRANJERA

En esta materia, la historia pasada se caracteriza por la animadversión, recelo y obstáculos para la inversión extranjera. El "club" exclusivo del Grupo Andino acentuó más dicha actitud.

Se prefirió el endeudamiento, con las consecuencias que todos conocemos y aunque por dicha vía nos llegó el capital financiero, nos dejaron de llegar los capitales humanos y tecnológicos.

Algunas cifras del Departamento Nacional de Planeación<sup>28</sup> sobre inversión extranjera nos ayudan a ilustrar la magnitud de lo ocurrido durante la última década (1980 - 1989) en Colombia:

- Mientras la inversión extranjera subió de US\$1.060 millones a US\$3.269.8 millones, la deuda externa se incrementó de US\$6.800 millones a US\$16.488 millones.

- El 67% de la inversión extranjera de la década ocurrió en el sector de la minería, principalmente orientada a la exportación de recursos, lo cual se reflejó en el fortalecimiento de la balanza comercial;

- De la inversión extranjera al cierre de 1989, el 47.0% estaba en minería, mientras el 41.8% correspondía a la industria manufacturera.

El modelo económico proteccionista, de economía cerrada, "justificaba" dicho enfoque, pero simultáneamente creó un ambiente propicio para que la mayor parte de la inversión extranjera industrial se estableciera para aprovechar el mercado interno protegido, sin afán por la generación de exportaciones y divisas.

---

28.D.N.P., La Inversión Extranjera y su Promoción (Anexos), DOCUMENTO DIEX-001-DPX, Bogotá Mayo 1990.

En esta forma, las casas matrices subdividían el mercado internacional, asignándolo por conveniencia interna, y creando áreas de veda para atender los mercados de acuerdo con su propia conveniencia y con base en las filiales o inversiones de determinados países.

#### A. MARCO NORMATIVO<sup>29</sup>

Después de la Decisión 220 del Acuerdo de Cartagena (1986), y bajo el marco de autonomía que se dió a los países del Grupo Andino para reglamentar lo atinente a la inversión extranjera, Colombia expidió el Decreto 1265 de 1987, y la Resolución 44 del CONPES, los cuales contienen las normas sobre la materia.

De particular importancia en las modificaciones introducidas vale la pena mencionar:

- La abolición de la posibilidad de incrementar el capital registrado con base en las utilidades no remesables, y hasta el límite del 70% anual, norma anteriormente existente,
- El incremento del tope de utilidades remesables del 20% al 25% del capital registrado.

En materia fiscal, desde la Ley 75/86 y normas posteriores, se han producido modificaciones importantes que buscan disminuir la carga fiscal de dicha inversión, a saber:

- Reducción del impuesto de renta a las sociedades del 40 al 30%;
- Reducción del impuesto a los dividendos del 40 al 30%;
- Reducción gradual del impuesto a la renta para los dividendos que las sociedades paguen o abonen en cuenta a las sucursales de sociedades extranjeras, desde 25% en 1989 hasta el 0% a partir de 1994.

Además de los puntos anteriores, la llegada de capital extranjero al país encontraba una serie de dificultades, ya por fortuna revaluadas y en proceso de revisión, tales como:

- Trámites para la aprobación y registro de la inversión,
- Limitación de áreas de actividad económica para la misma,
- Requerimientos engorrosos para la venta de la inversión y la remesa de utilidades;
- Condiciones limitantes para los inversionistas nacionales que quisiesen vender su participación de capital a un inversionista extranjero, y

29. Actualmente cursan en el Congreso varios proyectos de Ley encaminados a flexibilizar el manejo de la inversión extranjera y las condiciones fiscales de su tratamiento.

- Limitación de acceso a los recursos de crédito a largo plazo.

Podría afirmarse que en Colombia, los únicos atractivos para la inversión extranjera eran: la estabilidad económica del país y el mercado protegido.

## B. RIESGO PAIS

Las decisiones de inversión de los inversionistas extranjeros, principalmente las Empresas Multinacionales (EMN), se toman con base en consideraciones estratégicas, comerciales y financieras.

Todas ellas están enmarcadas por un determinado nivel de riesgo, para lo cual es modelo ya indicado establece como criterio de aceptación de una inversión, el costo de capital accionario (cost of equity):

$$K_a = K_s + B (K_m - K_s)$$

Normalmente el inversionista extranjero incrementa la rentabilidad esperada de su inversión debido al riesgo percibido en el país destino de la misma; esto es lo que se conoce con el nombre de riesgo país.

Así las cosas, la rentabilidad esperada por un inversionista extranjero, para realizar una inversión esta dada por la expresión:

$$K_a = K_s + B (K_m - K_s) + R_p$$

Donde  $R_p$  es el riesgo país.

Lo anterior nos indica que, normalmente, para realizar inversión en otro país se espera una rentabilidad diferencial, después de impuestos, en relación con aquella que se puede tener en el país origen de la inversión extranjera.

## C. MEDICION DEL RIESGO PAIS

Esta medida, algo subjetiva y, en ocasiones emocional y llena de prejuicios, es difícil de cuantificar.

No obstante, en desarrollo de los trabajos de banca de inversión de algunas entidades internacionales se han ido desarrollando algunos sistemas que tienden a buscar referencias para dicho concepto<sup>30</sup>.

---

30. Por ejemplo: J. P. Morgan, Financial Advisory Mergers and Acquisitions, Latin America.

Uno de ellos es utilizar el mercado secundario de la deuda de los países para determinar un riesgo implícito.

### 1. Mercado Secundario de la Deuda Externa

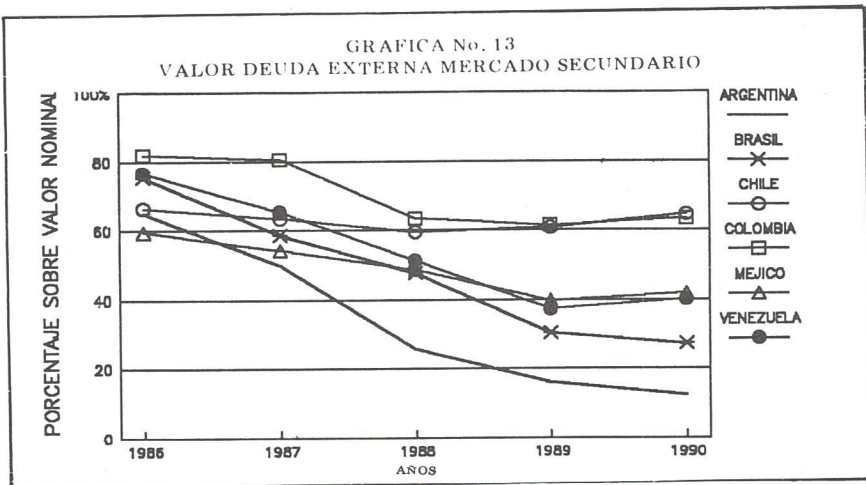
A partir de la crisis de la deuda externa y una vez las principales entidades financieras comenzaron a realizar las provisiones contables para cubrir la deuda en dificultades, en ocasiones hasta por el 100% de su valor, surgió, y aún existe, un mercado secundario para la deuda de los países.

A ella concurren inversionistas que están dispuestos a comprar, a un descuento, a los tenedores, los documentos que respaldan deuda de diferentes naciones.

Al hacerlo, el inversionista está esperando como rentabilidad de su inversión un nivel mayor al interés nominal de la misma la cual es función de muchas variables, entre las cuales vale la pena mencionar:

- La apreciación de riesgo de la deuda, la cual está normalmente asociada con la percepción de riesgo del país emisor;
- El uso que se pueda dar a la deuda y las condiciones para el mismo: vr. gr.: los "debt - equity swaps";
- El plazo de la deuda y la cronología de su amortización por parte del país deudor.

A la luz de lo anterior se puede utilizar el valor de la deuda en el mercado secundario para establecer una indicación de la apreciación de riesgo país.



FUENTE: Datos Anexo No. 13.1

## 2. Valores de la Deuda en el Mercado

La Gráfica No. 13 nos indica el valor de la deuda para varios países Latinoamericanos en el mercado secundario<sup>31</sup>.

De ella podemos observar los siguientes puntos principales:

- A mediados de los 80, la deuda de los países indicados se cotizaba entre el 60 y 80<sup>o</sup>/o de su valor nominal,
- Con posterioridad, al acentuarse la crisis de la deuda externa de los países del tercer mundo, hubo un descenso general de valor,
- Actualmente las deudas de menor valor en dicho mercado son las de Argentina (12<sup>o</sup>/o) y Brasil (27<sup>o</sup>/o), como reflejo de sus situaciones económicas generales;
- El resto de países incluidos tienen cotizaciones de su deuda que oscilan entre el 40 y 65<sup>o</sup>/o, siendo los mayores valores para Chile y Colombia.

## 3. Estimación del Riesgo País

La deuda de los países tiene unos intereses nominales ( $In$ ), normalmente referidos a alguna de las tasas de interés internacionales: PRIME o LIBOR.

Cuando el valor de la deuda en el mercado secundario ( $Vs$ ), es menor que el 100<sup>o</sup>/o, quiere decir que los compradores y vendedores, en equilibrio en dicho mercado, tienen una tasa de descuento implícita ( $Ki$ ), superior al costo nominal de la deuda.

Una manera aproximada de obtener la tasa implícita es mediante la siguiente ecuación:<sup>32</sup>.

$$Ki = In / Vs$$

Suponiendo un  $In = LIBOR + 7/8$ , con un LIBOR del 8<sup>o</sup>/o, para una deuda con un valor en el mercado secundario del 67<sup>o</sup>/o, tenemos una tasa implícita del 13.246<sup>o</sup>/o.

Así las cosas, el estimativo de riesgo país sería:  $13,246 - 8,875 = 5,246$  o/o.

lo anterior quiere decir que, para un inversionista extranjero que pueda obtener rentabilidad sin riesgo del 8<sup>o</sup>/o en Bonos del Tesoro

31. Para no distorsionar las escalas de análisis, deliberadamente se ha excluido el Perú, cuya deuda se transa a un valor inferior al 5<sup>o</sup>/o del nominal.

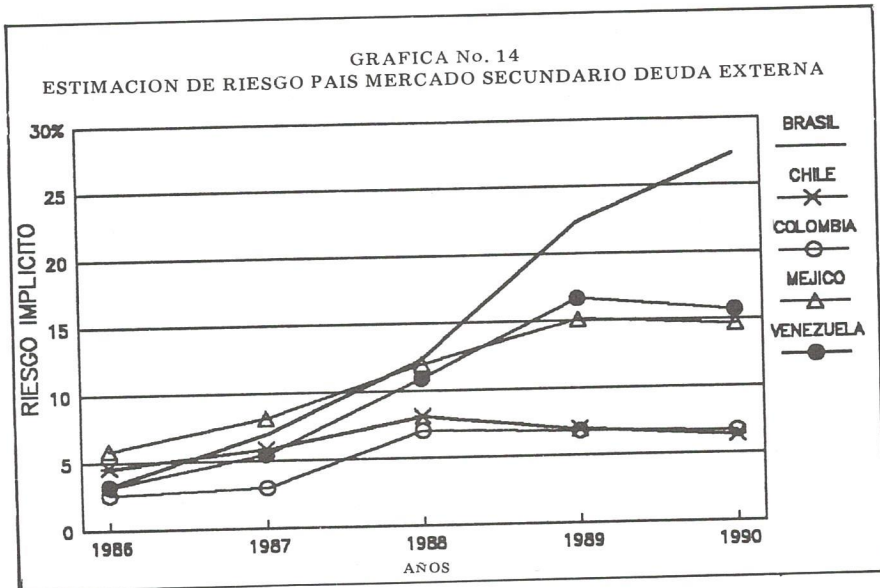
32. En estricto sentido, para obtener de manera exacta la tasa implícita habría que conocer el término de la deuda, su forma de pago, etc.



de los E.E. U.U., que espera un premio de mercado del 4<sup>o</sup>%, y para una actividad con un  $B = 1.2^{33}$ , la rentabilidad esperada de una inversión de riesgo es:

- En su país de origen:  $8.0 + 1.2 * 4.0 = 12.8\%$
- En el país con el riesgo indicado:  $12.8\% + 5.25\% = 18.05\%$ .

#### 4. Medición del Riesgo de Algunos Países Latinoamericanos



FUENTE: Datos Anexo No. 13.1

Con base en los conceptos anteriores se preparó el Anexo 13.1, y la Gráfica No. 14, de la cual observamos lo siguiente para los países allí indicados:

- El riesgo país promedio, en la primera mitad de los 80, era del orden del 3 – 5<sup>o</sup>%,
- Consecuentemente con lo arriba anotado, al descender el valor de la deuda en el mercado secundario, el riesgo país subió a niveles del 7 – 15<sup>o</sup>%,

33. Lo cual quiere decir que tienen un 20<sup>o</sup>% más de riesgo que el mercado general, en promedio.

- Vale la pena distinguir tres niveles de riesgo, de menor a mayor:
  - Colombia y Chile con un 7<sup>o</sup>/o
  - México y Venezuela con un 15<sup>o</sup>/o, y
  - Brasil con un 27<sup>o</sup>/o
- Argentina no se incluye, deliberadamente, por haberse convertido en un caso extremo.

#### 5. Limitaciones del Indicativo de Riesgo

Tal como se ha anotado, lo anterior es simplemente una indicación del riesgo advertido por el mercado secundario de la deuda externa.

Las principales limitaciones que exigen prudencia en su utilización son las siguientes:

- Se trata de una medida en función de un mercado de deuda que se quiere utilizar para estimar el riesgo de una inversión de capital riesgo (equity);
- Para algunos países el tamaño del mercado de su deuda es tan pequeño que no constituye una base representativa de una apreciación general;
- Los índices utilizados con promedios, y no tienen en consideración aspectos particulares de la deuda transada, como por ejemplo, el ordenamiento de su vencimiento, su posible utilización, etc.

#### 6. Principales Implicaciones

Del análisis anterior se advierten varias cosas principales:

- El costo de capital, o rentabilidad mínima esperada, para un inversionista extranjero, es superior a quel de un inversionista nacional principalmente en función del riesgo país;
- En el caso colombiano la diferencia puede ser de unos 7 puntos porcentuales;
- Cuando el costo de capital sube, muchos proyectos no son rentables para el inversionista y por lo tanto no se acometen;
- Para compensar el riesgo país algunas naciones han adoptado mecanismos para mejorar la rentabilidad de las inversiones, tales como los "debt-equity swaps"<sup>34</sup>.

#### D. FLEXIBILIZACION DE NORMAS, PROMOCION Y RIESGO COLOMBIA

La realidad de la economía internacional, caracterizada por desti-

---

34. Entre otros Mexico, Venezuela y Chile.

nos de la inversión menos arriesgados, y normas para su manejo más favorables, estables y flexibles, nos obligan a pensar en modificar el marco receptor de la inversión extranjera en Colombia.

Pero aún en el caso de que nuestras normas fuesen las más atractivas — cosa ya difícil de lograr en el marco de competencia internacional existente — no estaríamos canalizando suficiente inversión extranjera como el desarrollo económico lo requiere.

En realidad, de receptores debemos pasar a ser promotores de la inversión.

No podemos seguir siendo agentes pasivos, sino que debemos salir a competir por los recursos de la inversión extranjera y ayudar a los empresarios colombianos a hacerlo.

Parte de esta política la recoge el Decreto 571 de 1990, por el cual se crea el Comité Coordinador de Promoción de Inversiones Extranjeras, y las nuevas orientaciones del Gobierno<sup>35</sup> -

Adicionalmente, la conversión de PROEXPO en un banco de comercio exterior, además de una necesidad, cuya bondad se ha demostrado en muchos países, constituye una importante coyuntura para redefinir su papel, integrarle nuevas funciones, y revisar la totalidad del marco internacional de nuestra economía.

Aunque el mercado secundario de la deuda Colombiana es muy pequeño, comparado con otros de los países anotados, las transacciones ejecutadas indican que existe, por parte de los compradores, confianza en su comportamiento económico a pesar de los grandes traumas recientes.

Seguramente, de mejorar el ambiente general en materia de riesgo país, la deuda Colombiana se valorizará en el mercado secundario, el castigo al costo de capital de inversión se disminuirá, y la propensión a invertir aumentará.

Mientras las condiciones de seguridad de Colombia no mejoren, será difícil atraer inversión extranjera importante en forma de capital.

Creo, en consecuencia, que *el modelo práctico y factible para el inmediato futuro es el de capital nacional con socio-tecnológico extranjero.*

---

35, Ver: DEPARTAMENTO NACIONAL DE PLANEACION: *La Inversión Extranjera en Colombia y su Promoción*, DOCUMENTO DIEX-001-DPX, Mayo, 1990.

## E. CAPITAL NACIONAL — SOCIO TECNOLÓGICO EXTRANJERO

Con la afirmación anterior creo consultar realidades palpables con el objeto de orientar las acciones de todos hacia algo factible.

Una de las consecuencias del modelo económico cerrado es que nuestros empresarios han adquirido una especie de doble condición: empresarios abiertos en el país y necesariamente “clandestinos” en el exterior.

Los controles cambiarios, las variables condiciones para inversión nacional y extranjera, y muchos otros factores hacen que los colombianos no hayamos vivido, como ambiente natural, el mundo internacional. Mientras para la mayoría de los empresarios de otras latitudes moverse de un país a otro, es viaje de negocios, para nosotros es *salir del país*. Es como si tuvieramos que alejarnos de algo para adentrarnos en un mundo diferente.

Creo llegado el momento de *flexibilizar al máximo el movimiento de capitales nacionales hacia Colombia* como base de la capitalización inmediata del sistema productivo nacional.

Por otra parte, debemos *flexibilizar al máximo las formas de asociación e importación de tecnología* (mercadeo, financiera, producción, etc.), para comenzar a traer inversionistas extranjeros bajo dicha modalidad y con principal orientación hacia los mercados externos, como corresponde a una economía abierta como la que se prevé para el futuro.

Debe caerse en la cuenta que *las apreciaciones de riesgo de los extranjeros sobre traer capital financiero a Colombia es alta, y la apreciación del riesgo de los colombianos sobre competir a nivel internacional, también lo es*. Bajo el modelo propuesto cada quien aportaría aquello en lo cual tiene una menor apreciación de riesgo, por su mejor preparación y conocimiento directo.

## F. INNOVACIONES FINANCIERAS DEL MERCADO INTERNACIONAL

Otra de las secuelas del modelo económico pasado — economía cerrada y estricto control de cambio — es que nos acostumbramos a pensar que el mercado internacional sólo consta de aportes de capital (inversión extranjera directa), préstamos externos y, recientemente, algo de inversión extranjera indirecta (bonos, compra de obligaciones, etc.).

Mientras tanto, en el mercado internacional se producía una “revolución” en materia de inventiva e innovación financiera. Los nuevos instrumentos aparecerían en función de las necesidades y oportunidades del mercado y a la luz de las circunstancias del mismo.

Una simple enumeración de algunas, nos ilustra la necesidad de la *apertura financiera*, como elemento esencial de la apertura económica, hasta ahora con mayor énfasis en la parte comercial del país<sup>36</sup> -

- Fondos de Inversión de capital extranjero,
- Bonos con cupones de suscripción de acciones,
- Fideicomisos de Inversión, recientemente adoptados por México,
- Compañías y fondos de capital de riesgo,
- Posibilidad de emitir títulos en moneda extranjera, por parte de las empresas nacionales,
- Sistemas de contratación CONSTRUYA, OPERE, TRANSFIERA (COT), de singular importancia para adelantar obras de infraestructura, a menor costo, con mayor eficiencia y ante limitaciones de recursos como los actuales del Estado,
- Leasing internacional para bienes de capital,
- Financiación de proyectos,
- Conversiones de deuda a capital (debt-equity swaps),
- Instrumentos con opciones de recompra o reventa (call and put options).

Como puede verse, son múltiples las posibilidades y grande la necesidad de que nuestra clase empresarial se familiarice con dichos instrumentos y los otros que se manejan a nivel internacional y que otros países de América Latina ya conocen, manejan y utilizan desde hace algunos años.

Algunas de las cosas anteriores ya se están adelantando, aunque en ocasiones con normas excesivamente tímidas sin consultar la realidad internacional; tal es el caso de los Fondos de Inversión Extranjera.

Finalmente, es particularmente importante el Multilateral Investment Guarantee Agency (MIGA), entidad del Banco Mundial, afiliación que está a consideración del Congreso de la República. En las circunstancias actuales de orden público, tal tipo de coberturas de riesgo se hacen indispensables para atraer inversión extranjera del exterior

---

36. Linares, Alejandro: *Ajustes al Régimen de Inversiones Extranjeras*, Mimeo, Junio 1990.

#### XIV. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

La premura que rodeó la preparación de esta presentación corrobora, por lo extensa, que “no tenía tiempo para escribir corto”.

No solamente quise tocar los aspectos esenciales de los objetivos del trabajo, sino también hacer un esfuerzo adicional para crear un *amplio marco de referencia*, para los interesados en la materia: la inversión de capital de riesgo en Colombia.

Espero que lo anterior sea de utilidad para los participantes al Simposio y para los pacientes lectores que se atrevan a dedicarle tiempo a estas páginas.

##### A. CONCLUSIONES

Definitivamente, en un país con una economía cerrada, con alto nivel de protección para su industria, con temor al comunismo, con crédito de fomento subsidiado, a tasas reales negativas, y con ventajas tributarias para el endeudamiento sobre el capital accionario, como es el pasado de Colombia, era utópico, o ingenuo, esperar que las compañías se capitalizaran a otro ritmo y que no acudieran tanto al endeudamiento, principalmente financiero.

Pero el futuro será distinto. Sin temor al comunismo, con costo de pasivos en términos comerciales para las principales fuentes y tratamiento fiscal que no “premia” el endeudamiento, y a la luz de la internacionalización de la economía, no es factible, ni aconsejable, transitar el mañana con la misma indumentaria financiera del pasado.

El capital de riesgo se vuelve indispensable, no sólo por sus implicaciones financieras sino también por los requerimientos de nuevo capital humano y capital tecnológico que ayuden, simultáneamente a mejorar la competitividad de nuestro sistema económico.

Preocupa, eso sí, el cómo se efectúe el proceso, la falta de infraestructura para el aprovechamiento pleno de las nuevas oportunidades, la rigidez del régimen laboral colombiano y la poca dimensión y escasez de recursos del sistema financiero.

Por otra parte, cabe preguntar si, hacia el futuro, las principales fuentes de financiación sólo se logran para proyectos con orientación internacional, que conlleven mejoras en productividad, asociaciones con inversionistas de otras latitudes y mejor dotación gerencial de nuestras actividades.

Finalmente, creo que el pasado, suficientemente descrito en las páginas anteriores, no solo nos ha dejado hechos sino también una mentalidad cerrada hacia lo internacional que es necesario superar.

## B. RECOMENDACIONES

Es satisfactorio registrar que en las recientes, y nuevas, orientaciones del manejo económico del país, muchos de los puntos anteriores han sido modificados y la tendencia señala hacia un nuevo marco nacional para la inversión de capital de riesgo.

Por otra parte, a lo largo del trabajo se han hecho varias insinuaciones. De todas maneras, un listado de recomendaciones principales es imperativo para terminar esta presentación:

- La clara definición del papel del Estado, la recuperación de la fe de la ciudadanía en aquel, la pacificación del País y la recuperación de la credibilidad y liderazgo que les compete a los partidos políticos, son elementos esenciales para el mejor futuro de Colombia y, particularmente, para poder promover la inversión de riesgo en el país;

- El manejo económico equilibrado, y disciplinado, particularmente el control a la inflación, es el mejor aporte que el Estado puede hacer hacia el futuro,

- Modificar el régimen de tratamiento para la inversión extranjera, promoviendo su llegada, flexibilizando su manejo, disminuyendo los costos de su realización y permitiendo que los nacionales adquieran movilidad financiera internacional *sin necesidad de que las normas se conviertan en obstáculos y protección ex-ante;*

- Promover la existencia de un mercado secundario para deuda de dudoso recaudo del sistema financiero, rodeado de las condiciones legales, financieras y fiscales que lo incentiven,

- Hacer un uso más equilibrado del régimen concordatarios y tener mayor flexibilidad para que las empresas, sin tanto apoyo estatal, asuman sus propios riesgos, con base en responsabilidades compartidas: accionistas, acreedores y trabajadores;

- Igualar el tratamiento fiscal del inversionista extranjero con el nacional, teniendo en consideración los tratamientos tributarios que se den en el país de origen de la inversión extranjera;

- Continuar con la reducción de los sobrecostos a las importaciones de bienes de capital, y algunos insumos, para aumentar la nueva inversión, adopción de nuevas tecnologías y mejorar la competitividad del aparato productivo nacional;

- Crear neutralidad fiscal para las diferentes formas de asociación y las compañías nacionales, mixtas o extranjeras;

- Eliminar la renta presuntiva patrimonial

- Definir un claro marco para el proceso de privatizaciones de actividades estatales y utilizar lo para la atracción de nuevo capital de riesgo (nacional y extranjero) al sector productivo y de servicios:

- Actualizar el régimen de los inversionistas institucionales para atemperarlo a las nuevas condiciones de la economía internacionalizada;
- Equilibrar el tratamiento fiscal de los dividendos y las valorizaciones de acciones.

Con la anterior enumeración, adicionada con otras recomendaciones que están en el cuerpo de la presentación, se puede decir que se allanaría el camino para que seamos socios y accionistas de nuestro propio desarrollo.



## I. ANEXO No. 6.1

### FORMA DE ESTIMAR EL COSTO DE LOS PRINCIPALES COMPONENTES DE PASIVOS FINANCIEROS

#### A. MONEDA NACIONAL

De particular importancia ha sido la modificación del tratamiento tributario del endeudamiento, con la Ley 75 de 1986, el cual se cambió por la congelación hecha por el Decreto 2686 de 1988, al dejar en el 30<sup>o</sup>%, y durante cuatro años, la no deducibilidad del componente inflacionario de los costos financieros.

Hacia el futuro, los ajustes por inflación van a producir un efecto total y final sobre el costo de los pasivos financieros, encareciéndolos con el nuevo tratamiento tributario.

Con base en lo anterior, en el caso Colombiano se pueden distinguir claramente tres épocas:

- Con anterioridad a la expedición de la Ley 75 de 1986, cuando *la totalidad de los costos o gastos financieros eran deducibles*, el costo del pasivo, neto de impuestos, se obtenía a partir de la siguiente expresión:

$$K' = K (1 - t)$$

Donde:

T = tasa marginal de impuestos del contribuyente

K = costo del pasivo antes de impuestos

K' = costo del pasivo después de impuestos

- A partir de la expedición de la mencionada Ley 75, la cual introdujo la no deducibilidad de parte de la carga financiera, el costo estaba reflejado por:<sup>1</sup>

$$K' = K (1 - t + x t C_i)$$

Donde, además de las variaciones anteriormente definidas, aparecerán:

C<sub>i</sub> = proporción de componente inflacionario de los pasivos financieros.

x = proporción no deducible de lo anterior

---

1. Para el período 1988 - 1991, ambos inclusive, la proporción del componente inflacionario no deducible es del 30<sup>o</sup>%.

• A partir de 1992, cuando entren en vigencia los ajustes integrales por inflación, sólo el costo real —nominal menos inflación— tendrá efecto de deducibilidad para fines de impuestos. En consecuencia, el costo del pasivo estará dado por:

$$K' = K - (K - p) t$$

Donde, la nueva variable  $p$  representa la inflación.

### B. MONEDA EXTRANJERA

En el caso del endeudamiento en moneda extranjera el costo financiero tiene dos componentes esenciales: los intereses y la devaluación del peso respecto a la moneda de endeudamiento.

La siguiente expresión nos da el costo, antes de impuestos, de dicha forma de financiación:

$$Ie' = Ie + Dn + Ie Dn$$

Donde:

$Ie'$  = costo equivalente de moneda extranjera

$Ie$  = Intereses de la moneda extranjera

$Dn$  = Devaluación nominal del peso

En el fondo, la anterior expresión indica que el costo de la moneda extranjera está compuesto por:

- Los intereses
- La devaluación, y,
- La devaluación de los intereses

### C. COSTOS REALES DESPUES DE IMPUESTO

Se define como tasa real, aquella que resulta de la siguiente ecuación:

$$Ir = [(1 + Ie) / (1 + p)] - 1$$

Donde:

$Ie$  = Interés efectivo (ordinario, fomento o moneda extranjera)  
= Tasa inflación anual

$Ir$  = Interés real efectivo

## D. COSTO DEL CAPITAL ACCIONARIO

Este valor es de difícil obtención y cálculo de acuerdo con el estado de desarrollo de la teoría financiera.

El modelo más conocido en el pasado era el de Gordon, el cual establecía que el costo de capital accionario, o rentabilidad esperada por el inversionista de riesgo, está dado por la expresión:

$$K_a = (D / P_o) + g$$

Donde:

$K_a$  = Costo del capital accionario

$D$  = Dividendo por acción en el momento de la inversión

$P_o$  = Precio de la acción en el momento de la investigación

$g$  = Tasa de crecimiento del dividendo a perpetuidad

Dicho modelo tiene varias limitaciones, entre las cuales vale la pena señalar el carácter de perpetuidad que tienen los dividendos y el crecimiento continuo que se asume.

Durante los últimos años se ha impuesto, internacionalmente, el "Capital Asset Pricing Model"\*; el cual establece que el costo del capital accionario está dado por la siguiente ecuación:

$$K_a = K_s + B (K_m - K_s)$$

Donde:

$K_a$  = Costo del capital accionario

$K_s$  = Rentabilidad de una inversión sin riesgo

$B$  = Factor que indica el nivel de riesgo de la empresa en relación con el promedio del mercado, y

$K_m$  = Rentabilidad esperada para una inversión de riesgo promedio en el mercado.

A título de ejemplo, si una inversión sin riesgo en Colombia renta el 28<sup>o</sup>/o después de impuestos, y la rentabilidad esperada en promedio del mercado es 38<sup>o</sup>/o, para una empresa que tiene un nivel de riesgo promedio 20<sup>o</sup>/o mayor que el mercado, el costo de capital accionario sería:

$$K_a = 28 + 1.2 (38 - 28) = 40\%$$

\*. Ver: Weston, F, Copeland, T: *Managerial Finance*. THE DRYDEN PRESS, 1986.

### 1. Costo de Capital Accionario para el Inversionista Extranjero

En el caso del inversionista extranjero se espera una rentabilidad distinta, generalmente superior, para tener en cuenta al riesgo país.

En consecuencia, la expresión anterior se vuelve:

$$K_a = K_s + B ( K_m - K_s ) + R_p$$

Donde:

$R_p$  = Rentabilidad adicional esperada por riesgo país.

---

## ***ANEXOS***

**DEL ARTICULO DEL DOCTOR GUILLERMO OROZCO:  
"LA APERTURA EXTERNA Y LA PROMOCION DE LA  
INVERSION DE RIESGO EN COLOMBIA"**

ANEXO No. 5.1.  
ESTADISTICAS BASICAS

AÑO	TASA CRECIMIENTO PIB(%)	TASA DE INFLACION (IPC)	DEFICIT FISCAL % PIB	TASA DE INFLACION (IPM)	TASA DE CAMBIO FINAL PESO/DOLAR	DEVALUACION ANUAL %	INDICE TASA CAMBIO REAL PROMEDIO	INDICE 1988=100	IPC VALLEJO 1977=100	INDICE 1971=100	IPC VALLEJO 1971=100
	-1-	-2-	-3-	-4-	-5-	-6-	-7-				
1970	6.2%	6.8%		9.6%	19.09			2.66			
1971	6.0%	13.9%		8.6%	20.91	9.5%		3.03	48.42	100.0	100.0
1972	7.7%	13.9%		10.4%	22.79	9.0%		3.45	45.38	113.9	93.7
1973	6.7%	23.5%			24.79	8.8%		4.26	52.13	140.6	107.7
1974	5.7%	26.1%			28.63	15.5%		5.37	46.86	177.2	96.8
1975	2.3%	17.7%			32.96	15.1%		6.32	48.82	208.6	100.8
1976	4.7%	25.8%		22.9%	36.32	10.2%	83.51	7.95	66.92	262.4	138.2
1977	4.2%	28.3%		26.7%	37.96	4.5%	75.06	10.2	100	336.6	206.5
1978	8.5%	18.7%		17.6%	41.00	8.0%	74.85	12.11	182.69	399.7	377.3
1979	5.4%	28.8%		27.8%	44.00	7.3%	71.53	15.6	235.53	514.9	486.4
1980	4.1%	26.0%	-0.2%	24.2%	50.92	15.7%	73.1	19.65	170.82	648.5	352.8
1981	2.1%	26.4%	-0.3%	24.1%	59.07	16.0%	71.42	24.83	262.32	819.5	541.8
1982	0.9%	24.0%	-6.1%	25.7%	70.29	19.0%	66.21	30.8	211.02	1,016.5	435.8
1983	1.6%	16.6%	-6.5%	21.7%	88.70	26.2%	64.41	35.92	142.39	1,185.5	294.1
1984	3.4%	18.3%	-6.7%	18.3%	113.89	28.4%	69.91	42.49	123.77	1,402.3	255.6
1985	3.1%	22.5%	-4.2%	24.9%	172.20	51.2%	80.01	52.03	141.05	1,717.2	291.3
1986	5.8%	20.9%	0.6%	22.0%	219.00	27.2%	94.95	62.93	326.7	2,076.9	674.7
1987	5.3%	24.0%	-1.8%	25.2%	263.70	20.4%	97.32	78.05	564.97	2,575.9	1,166.8
1988	3.7%	28.1%	-2.2%	29.5%	335.86	27.4%	97.43	100.00	545.12	3,300.3	1,125.8
1989	3.1%	26.1%	-2.2%	25.6%	433.92	29.2%	99.35	126.12	761.75	4,162.4	1,573.2
1990	3.5%	27.0%	-1.8%	25.5%	559.92	29.0%	111.00				
1991	3.8%	23.0%	-1.5%	22.0%	705.29	26.0%	115.00				
1992	4.5%	20.0%	-1.5%	21.0%	874.56	24.0%	116.00				
1993	4.5%	18.0%	-1.5%	19.0%	1,058.22	21.0%	117.00				
1994	5.0%	18.0%	-1.3%	19.0%	1,269.70	20.0%	117.00				

FUENTES:

- 1- DANE (1970-1989); La Mota Económica(1990-1994)
- 2- DANE (1970-1989); La Mota Económica(1990-1994)
- 3- DANE (1970-1989); La Mota Económica(1990-1994)
- 4- DANE (1970-1989); La Mota Económica(1990-1994)
- 5- REVISTA DEL BANCO DE LA REPUBLICA (1970-1989), PROYECCIONES
- 6- REVISTA DEL BANCO DE LA REPUBLICA (1970-1989), PROYECCIONES
- 7- CORREDORES ASOCIADOS, INDICE VALLEJO

## ANEXO No. 5.2.

COLOMBIA:

BALANZA DE PAGOS

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
<b>I. CUENTA CORRIENTE</b>															
A. Comercial	13	(1,335)	(2,076)	(1,517)	(404)	109	1,923	1,417	876	1,340	2,498	2,296	2,440	2,395	*2,193
1. Participaciones	4,296	3,397	3,282	3,147	3,623	3,782	5,332	5,291	5,341	6,036	7,334	7,713	8,669	9,559	10,216
2. Importaciones	4,283	4,730	5,358	4,664	4,027	3,673	3,409	3,874	4,515	4,696	4,836	5,417	6,229	7,164	8,023
B. Servicios No Financieros	82	(325)	(329)	(934)	(913)	(954)	(1,060)	(1,286)	(924)	(1,188)	(1,242)	(1,354)	(1,502)	(1,530)	(1,561)
1. Ingresos (Créditos)	1,474	1,297	1,515	911	996	977	1,233	1,266							
2. Egresos (Débitos)	1,392	1,622	1,844	1,845	1,909	1,931	2,293	2,552							
C. Transferencias	165	242	169	164	299	461	785	1,002	965	1,050	800	750	750	800	800
<b>SUB-TOTAL CTA. CIE. NO FINANCIERA</b>	260	(1,416)	(2,236)	(2,087)	(1,018)	(384)	1,648	1,133	867	1,242	2,056	1,692	1,688	1,665	1,432
D. Servicios Financieros	(156)	(306)	(649)	(739)	(1,070)	(1,202)	(1,184)	(1,250)	(1,221)	(1,273)	(1,423)	(1,496)	(1,548)	(1,590)	(1,639)
1. Ingresos	471	631	498	272	108	91	131	174	194	200	200	200	200	200	200
2. Pagos de intereses	627	937	1,147	1,011	1,178	1,293	1,315	1,424	1,415	1,473	1,623	1,696	1,748	1,790	1,839
<b>TOTAL CUENTA CORRIENTE</b>	104	(1,722)	(2,885)	(2,826)	(2,088)	(1,586)	464	(117)	(354)	(31)	633	156	146	75	(207)
<b>II. CUENTA DE CAPITAL</b>															
A. LARGO PLAZO															
1. Inversión Directa	51	228	337	514	561	1,016	562	312	187	446	750	280	300	350	300
2. Sector Público															
Desembolsos	999	1,247	1,295	1,342	1,764	1,793	2,808	1,202	2,247	1,949	1,850	1,800	1,780	1,800	1,800
Amortizaciones	(752)	(268)	(342)	(491)	(550)	(646)	(726)	(724)	(1,637)	(1,543)	(1,512)	(1,624)	(1,482)	(1,450)	(1,460)
Neto Sector Público	747	979	953	941	1,214	1,147	1,882	(43)	610	28	(65)	(29)	33	(5)	(140)
3. Sector Privado (Neto)	57	403	330	73	47	193	189	(59)	42	(210)	(190)	(150)	100	50	50
<b>SUBTOTAL LARGO PLAZO</b>	855	1,610	1,620	1,528	1,822	2,356	2,633	210	839	264	(5)	101	433	395	210
B. CORTO PLAZO (Neto)	283	356	563	(425)	(995)	(485)	(1,631)	(122)	(125)	(176)	(300)	(50)	(50)	30	50
<b>TOTAL CUENTA DE CAPITAL</b>	1,138	1,966	2,183	1,103	827	1,871	1,002	88	714	88	(305)	51	383	425	260
<b>VARIACION DE RESERVAS NETAS</b>	1,242	244	(702)	(1,725)	(1,261)	785	1,466	(29)	360	57	328	247	523	506	53
<b>NIVEL DE RESERVAS AL FIN DE AÑO</b>									3,810	3,867	4,195	4,442	4,965	5,465	5,518
<b>EVOLUCION DE LA DEUDA PUBLICA</b>	1,990	1,981	1,982	1,983	1,984	1,985	1,986	1,987	1,988	1,989	1,990	1,991	1,992	1,993	1,994
SALDO FINAL	4,527	5,644	6,819	7,812	8,744	10,419	11,740	12,288	13,140	13,168	13,103	13,074	13,107	13,102	12,962
DESEMBOLOSOS	1,018	1,299	1,291	1,342	1,764	1,794	2,807	1,202	2,489	1,969	1,850	1,800	1,780	1,800	1,800
AMORTIZACIONES	(758)	(266)	(336)	(415)	(562)	(654)	(934)	(1,255)	(1,637)	(1,941)	(1,915)	(1,829)	(1,747)	(1,805)	(1,940)
<b>MOVIMIENTO NETO PRIVADA CON SISTEMA FINANCIERO</b>															
SALDO FINAL	2,278	2,874	3,450	3,596	3,521	3,415	3,223	3,351	3,717	3,399	3,307	3,358	3,545	3,685	3,827
DESEMBOLOSOS									463	170	154	280	403	360	378
AMORTIZACIONES									(97)	(488)	(246)	(229)	(216)	(220)	(236)
<b>TOTAL DEUDA EXTERNA</b>	6,805	8,518	10,269	11,408	12,265	13,834	14,963	15,639	16,857	16,567	15,410	16,432	16,652	16,787	16,789

FUENTE: Revista del Banco de la Republica y LA NOTA ECONOMICA: Perspectivas Economicas 1991, Sep/90

### ANEXO No. 5.3.

#### COMPOSICION DE EXPORTACIONES

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	*1993	1994
CAFE	1,734	1,702	2,742	1,572	1,621	1,453	1,574	1,587	1,701	1,785	1,792
HIDROCARBUROS	445	409	619	1,336	985	1,376	2,115	1,975	2,139	2,134	1,980
CARBON	38	126	201	251	305	494	562	684	690	834	972
MINERAL	62	55	48	70	161	220	160	125	115	120	130
OTRAS	1,099	1,125	1,363	1,678	1,856	2,127	2,510	2,762	3,554	4,194	4,825
<b>TOTAL</b>	<b>3,378</b>	<b>3,417</b>	<b>4,973</b>	<b>4,907</b>	<b>4,928</b>	<b>5,670</b>	<b>6,921</b>	<b>7,328</b>	<b>8,201</b>	<b>9,067</b>	<b>9,697</b>

#### EVOLUCION DE LA TASA DE CAMBIO

	1984	1985	1986	1987	1988	1989
<b>MONEDA/DOLAR</b>						
Bolivar	7.50	7.50	14.50	14.50	14.50	45.59
Yen Y	247.95	202.82	162.29	135.25	123.63	143.66
Marco Aleman	3.10	2.51	1.99	1.68	1.76	1.74
Franco Frances	9.50	7.70	6.54	5.71	6.00	5.95
Pesetas	171.00	156.00	134.74	113.10	113.72	112.18
Libra E	0.84	0.69	0.69	0.55	0.55	0.63
<b>PESOS/MONEDA</b>						
Dolar	112.76	169.19	714.97	262.08	332.47	124.36
Bolivar	15.03	22.56	14.96	18.07	22.96	9.85
Yen Y	0.45	0.83	1.34	1.94	2.69	2.99
Marco Aleman	36.37	67.41	109.03	156.00	189.19	246.72
Franco Frances	11.87	21.97	32.18	45.90	55.50	72.15
Libra E	134.24	245.20	314.45	476.51	609.19	686.88
Pesetas	0.66	1.08	1.61	2.32	2.93	3.83
<b>DEVALUACION ANUAL DEL PESO/MONEDA</b>						
Dolar	US\$					
Bolivar	50.0%	28.2%	20.8%	27.0%	28.9%	
Yen Y	50.0%	-33.7%	20.8%	27.0%	-57.1%	
Y						
Marco Aleman	83.4%	60.3%	44.9%	39.0%	11.0%	
Franco Frances	85.3%	61.8%	43.1%	21.3%	30.4%	
F.F.						
Libra E	85.1%	51.0%	38.3%	20.9%	30.0%	
E						
Pesetas	82.7%	28.2%	51.5%	27.9%	12.7%	
Ps.		64.5%	48.5%	43.8%	26.4%	30.7%
<b>DEVALUACION ACUMULADA DEL PESO/MONEDA</b>						
Dolar	US\$					
Bolivar	50.0%	92.4%	132.4%	195.3%	280.7%	
Yen Y	50.0%	-0.5%	20.2%	52.7%	-34.5%	
Y						
Marco Aleman	83.4%	194.0%	326.1%	492.2%	557.1%	
Franco Frances	85.3%	199.7%	328.9%	420.1%	578.3%	
F.F.						
Libra E	85.1%	179.5%	286.7%	367.5%	507.9%	
E						
Pesetas	82.7%	134.2%	255.0%	354.0%	411.7%	
Ps.		64.5%	144.2%	251.2%	344.0%	480.3%

FUENTE: Revista del Banco de la Republica ; LA NOTA ECONOMICA; Perspectivas Economicas 1991, Sep/90



ANEXO No. 6.2.  
COSTO DE CAPITAL PASIVO  
ORDINARIOS CREDITOS DE FOMENTO Y  
MONEDA EXTRANJERA

AÑO	COMPONENTE INFLACIONARIO		50.0%		TASA DE FOMENTO	TASA DE INFLACION	COSTO MON. /NAL		COSTO REAL /NAL		DOLAR	DOLAR	PRIME RATE	COSTO MON. EXTRAN.		COSTO REAL /EAT				
	TASA FINANCIEROS	SPREAD COSTO MON. EXTRANJERA	CRD.	ORDINARIOS			DE IMPUESTOS	ANTES DE IMPTOS.	DESPUES IMPTOS.	TASA DE CAMBIO				ANUAL	PROMEDIO	FIN AÑO	ANTES IMPUESTOS	DESPUES IMPUESTOS	ANTES IMPUESTOS	DESPUES IMPUESTOS
	IMPUESTOS DEDUCTIBLE SOC. AMON.	PASIVA	ACTIVA	ACTIVA	(IPC)	ORDINARIO	FOMENTO	ORDINARIO	FOMENTO	ORDINARIO	FOMENTO	FINAL	%	%	%	%	%			
		-1-	-2-	-3-	-4-							-5-	-6-	-6-	-7-	-7-	-8-			
1969																	817.85			
1970	36.0%	100.0%				6.8%	0.0%	0.0%	-6.4%	-6.4%	-6.4%	819.03	6.6%	7.91%	6.92%	17.18%	11.0%	9.6%	3.90%	
1971	36.0%	100.0%				13.9%	0.0%	0.0%	-12.2%	-12.2%	-12.2%	820.81	9.4%	5.72%	5.25%	17.80%	11.4%	3.41%	-2.21%	
1972	36.0%	100.0%				10.4%	0.0%	0.0%	-9.4%	-9.4%	-9.4%	822.70	9.1%	5.25%	5.87%	16.99%	10.9%	5.97%	0.43%	
1973	36.0%	100.0%				23.5%	0.0%	0.0%	-19.0%	-19.0%	-19.0%	824.65	6.6%	8.02%	9.93%	19.47%	12.5%	-3.25%	-8.92%	
1974	40.0%	100.0%				26.1%	0.0%	0.0%	-20.7%	-20.7%	-20.7%	828.23	14.5%	10.73%	10.00%	29.10%	17.5%	2.42%	-8.82%	
1975	40.0%	100.0%				17.7%	0.0%	0.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%	832.84	16.3%	7.72%	7.00%	27.64%	16.6%	8.45%	-0.94%	
1976	40.0%	100.0%	28.1%	38.1%	21.0%	25.8%	22.9%	12.6%	9.8%	-3.8%	-2.3%	-10.5%	836.20	10.2%	6.84%	6.00%	19.98%	12.0%	-4.62%	-10.98%
1977	40.0%	100.0%	26.7%	36.7%	17.6%	28.3%	22.0%	10.6%	6.5%	-8.3%	-4.9%	-13.8%	837.71	4.2%	6.82%	7.75%	13.37%	8.0%	-11.64%	-15.81%
1978	40.0%	100.0%	28.8%	38.8%	17.4%	18.7%	23.3%	10.4%	16.9%	-1.1%	3.8%	-7.0%	840.79	8.2%	8.96%	11.75%	20.02%	12.0%	1.09%	-5.65%
1979	40.0%	100.0%	33.4%	43.4%	20.9%	28.8%	26.0%	12.5%	11.3%	-6.1%	-2.2%	-12.6%	843.79	7.4%	12.63%	15.25%	23.06%	13.8%	-4.47%	-11.62%
1980	40.0%	100.0%	35.8%	45.8%	22.7%	26.0%	27.5%	13.6%	15.7%	-2.6%	1.2%	-9.8%	850.56	15.5%	15.22%	15.25%	33.06%	24.1%	10.86%	-1.82%
1981	40.0%	100.0%	37.5%	47.5%	22.7%	26.4%	28.5%	13.6%	16.7%	-2.9%	1.7%	-10.1%	858.64	16.0%	18.80%	15.75%	40.11%	24.1%	11.75%	-0.70%
1982	40.0%	100.0%	37.9%	47.9%	22.6%	24.0%	28.7%	13.6%	19.2%	-1.2%	3.8%	-8.5%	869.59	18.7%	14.81%	11.00%	38.42%	23.2%	11.75%	-0.70%
1983	40.0%	100.0%	33.7%	43.7%	21.5%	16.4%	26.7%	17.9%	23.2%	4.2%	8.2%	-3.2%	887.83	26.2%	16.19%	11.00%	42.25%	25.4%	22.04%	1.54%
1984	40.0%	100.0%	34.9%	44.9%	22.6%	18.1%	26.9%	15.4%	21.4%	3.5%	7.5%	1.4%	892.11	21.1%	15.14%	11.75%	45.10%	27.8%	22.77%	0.94%
1985	40.0%	100.0%	35.3%	45.3%	22.6%	22.5%	27.2%	13.6%	18.7%	0.1%	3.5%	-3.3%	899.19	50.0%	9.93%	9.56%	47.91%	49.0%	37.35%	1.74%
1986	33.0%	90.0%	31.3%	40.7%	22.6%	20.9%	27.9%	15.5%	16.3%	1.4%	5.8%	-4.5%	926.97	28.2%	8.44%	7.50%	41.20%	28.5%	16.99%	6.32%
1987	32.0%	80.0%	30.9%	41.4%	21.4%	24.0%	29.4%	22.4%	14.0%	5.9%	4.4%	-1.3%	926.68	20.8%	8.20%	8.75%	33.11%	23.6%	7.32%	-0.36%
1988	31.0%	70.0%	33.7%	42.7%	23.5%	28.1%	31.5%	24.7%	11.4%	4.2%	2.6%	-2.7%	932.97	27.0%	9.31%	10.50%	31.42%	30.5%	10.38%	1.86%
1989	30.0%	70.0%	33.8%	42.0%	21.5%	26.1%	32.1%	25.0%	13.4%	5.9%	4.7%	-0.9%	949.30	28.9%	10.87%	10.50%	45.52%	33.9%	15.39%	6.19%
1990	30.0%	70.0%	35.8%	44.4%	23.5%	29.0%	33.2%	25.0%	13.0%	4.3%	4.1%	-2.4%	9571.44	33.1%	10.00%	10.00%	49.08%	36.6%	16.47%	6.69%
1991	30.0%	70.0%	33.4%	42.4%	22.3%	26.0%	31.6%	24.1%	12.0%	5.0%	4.4%	-1.5%	9729.94	27.7%	10.00%	10.00%	43.07%	32.1%	13.54%	4.83%
1992	30.0%	100.0%	31.1%	40.1%	20.2%	24.0%	33.3%	28.3%	13.0%	5.0%	9.1%	3.5%	9901.40	23.5%	10.00%	10.00%	38.31%	34.0%	11.54%	6.08%
1993	30.0%	100.0%	31.1%	40.1%	20.2%	24.0%	33.3%	28.3%	13.0%	5.0%	9.1%	3.5%	11,106.99	27.8%	10.00%	10.00%	37.54%	33.5%	10.92%	7.65%
1994	30.0%	100.0%	28.9%	37.9%	28.1%	22.0%	33.1%	26.3%	13.0%	5.0%	9.1%	3.5%	11,324.56	19.7%	10.00%	10.00%	34.01%	30.4%	9.85%	6.89%

FUENTE:

- 1, 2 - 1976-1985 Herrera, S., Evolucion, Situacion Actual y Perspectiva del Mercado de Capitales en Colombia  
Asociacion Bancaria de Colombia: Caballero, C. (Ed.), Macroeconomia, Mercado de Capitales y Negocio Financiero.  
1986-1990 Superintendencia Bancaria.
- 3 - 1976-1985 Herrera, S., Evolucion, Situacion Actual y Perspectiva del Mercado de Capitales en Colombia  
Asociacion Bancaria de Colombia: Caballero, C. (Ed.), Macroeconomia, Mercado de Capitales y Negocio Financiero.  
1986-1990 Superintendencia Bancaria.  
1991-1994 Proyecciones: Tasa activa tal que la real sea el 13%; Tasa Pasiva igual a la activa menos 9 puntos de margen de intermediacion
- 4 - DANE
- 5, 6 - Banco de la Republica, Departamento Internacional
- 7 - Supone un spread de 2% sobre Prima

**ANEXO No. 7.1.**  
**INVERSION NETA EN ACTIVO DEPRECIABLE**  
**DEPRECIACION AJUSTADA POR INFLACION (\*)**

	AÑO 0	AÑO 1	AÑO 2	AÑO 3	AÑO 4	AÑO 5	AÑO 6	AÑO 7	AÑO 8	AÑO 9	AÑO 10
INVERSION(\$000)	(1,000.0)										
VALOR EQUIPO AJUSTADO	1,240.0	1,537.6	1,906.6	2,364.2	2,931.6	3,635.2	4,507.7	5,589.5	6,931.0	8,594.4	
DEPRECIACION ACUMULADA	(124.0)	(307.5)	(572.0)	(945.7)	(1,465.8)	(2,181.1)	(3,155.4)	(4,471.6)	(6,237.9)	(8,594.4)	
VALOR NETO EQUIPO	1,116.0	1,230.1	1,334.6	1,418.5	1,465.8	1,454.1	1,352.3	1,117.9	693.1	0.0	
DEPRECIACION ANUAL											
Del Periodo	(124.0)	(153.8)	(190.7)	(236.4)	(293.2)	(363.5)	(450.8)	(558.9)	(693.1)	(859.4)	
Ajuste a la Inicial	0.0	(29.8)	(73.8)	(137.3)	(227.0)	(351.8)	(523.5)	(757.3)	(1,073.2)	(1,497.1)	
TOTAL	(124.0)	(183.5)	(264.5)	(373.7)	(520.1)	(715.3)	(974.2)	(1,316.2)	(1,766.3)	(2,356.5)	
AHORRO EN IMPUESTO		37.2	46.1	57.2	70.9	87.9	109.1	135.2	167.7	207.9	257.8
VALOR PRESENTE AHORRO	200.7										
INVERSION NETA	(799.3)										

(\*) TASA DE INFLACION: 24% ANUAL

ANEXO No. 8.1.  
FONDO DE CAPITALIZACION EMPRESARIAL  
UTILIZACIONES ( \$ MM )  
( RESOLUCION 16/83 J.M.)

DESTINO FONDOS	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990 ACUMULADO ( \$ )	( % )
-ABIERTAS									
ACCIONES	721.6	342.6	205.3	1,531.5	1,938.6	2,020.4	785.1	7,545.1	44.4%
BOCA's	1,044.1	928.0	1,910.0	5,535.8	46.5			9,464.4	55.6%
TOTAL PESOS	1,765.7	1,270.6	2,115.3	7,067.3	1,985.1	2,020.4	785.1	17,009.5	100.0%
NUMERO DE PRESTAMOS	10.0	9.0	10.0	19.0	10.0	7.0	2.0	67.0	
-COMP. APERTURA									
ACCIONES	57.6	402.2	81.6					541.4	33.6%
BOCA's	584.0	483.9						1,067.9	66.4%
TOTAL PESOS	641.6	886.1	81.6	0.0	0.0	0.0	0.0	1,609.3	100.0%
NUMERO DE PRESTAMOS	3.0	9.0	1.0					13.0	
-CERRADAS									
ACCIONES	887.9	2,225.0	1,083.7	5,027.7	2,803.2	4,044.3	2,814.8	18,886.6	91.2%
BOCA's	300.0	96.0	110.0	1,032.0	294.9			720.0	12.3%
TOTAL PESOS	1,187.9	2,321.0	1,193.7	6,059.7	3,098.1	4,044.3	2,814.8	20,719.5	100.0%
NUMERO DE PRESTAMOS	16.0	30.0	21.0	58.0	37.0	27.0	19.0	2.0	210.0
LIMITADAS									
ACCIONES								0.0	0.0%
BOCA's								0.0	0.0%
CUOTAS SOCIALES						284.3	260.1	39.0	583.4
TOTAL PESOS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	284.3	260.1	39.0	583.4
NUMERO DE PRESTAMOS						7.0	4.0	1.0	12.0
RESUMEN:									
ACCIONES	1,667.1	2,969.8	1,370.6	6,559.2	4,741.8	6,064.7	3,599.9	0.0	26,973.1
BOCA's	1,928.1	1,507.9	2,020.0	6,567.8	341.4	0.0	0.0	720.0	13,085.2
CUOTAS SOCIALES	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	284.3	260.1	39.0	583.4
TOTAL PESOS	3,595.2	4,477.7	3,390.6	13,127.0	5,083.2	6,349.0	3,860.0	759.0	40,641.7
NUMERO DE PRESTAMOS	29.0	48.0	32.0	77.0	47.0	41.0	25.0	3.0	302.0
TASA CAMBIO PROMEDIO	\$78.5	\$100.4	\$142.9	\$193.8	\$243.3	\$299.3	\$381.8	\$502.4	
EQUIVALENCIA US\$MM	45.8	44.6	23.7	67.7	20.9	21.2	10.1	1.5	235.6

FUENTE: Banco de la Republica, Credito Industrial, Estadística y Sistemas

ANEXO No. 9.1.  
MERCADO BURSÁTIL NACIONAL  
VALORES TRANSADOS (& (\$ MM)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
<b>MERCADO DE CAPITALES</b>										
Acciones	8,845	18,064	5,966	5,430	5,336	4,775	10,394	20,520	21,085	31,578
BOCA's	0	0	0	0	200	66	2,085	613	296	1,980
Bonos Ordinarios y Gtia. Gral	0	0	0	120	177	422	1,159	2,442	10,572	40,277
Bonos Oficiales	325	661	267	560	134	239	1,717	1,211	5,284	9,170
<b>SUB-TOTAL MERCADO DE VALORES</b>	<b>9,170.0</b>	<b>18,725.0</b>	<b>6,233.0</b>	<b>6,110.0</b>	<b>5,847.0</b>	<b>5,502.0</b>	<b>15,355.0</b>	<b>24,786.0</b>	<b>37,237.0</b>	<b>83,103.0</b>
<b>MERCADO DE DINERO</b>										
<b>PRIVADO</b>										
Aceptaciones Bancarias	0	0	0	0	0	0	427	1,810	29,403	87,368
CDI's	539	1,647	2,004	4,352	10,908	28,505	92,988	148,911	167,857	239,748
Pagares	0	0	0	0	331	907	2,510	10,012	27,962	69,131
Otros	0	300	829	105	9	3	0	0	948	2,050
<b>SUB-TOTAL PRIVADO</b>	<b>539</b>	<b>1,947</b>	<b>2,833</b>	<b>4,457</b>	<b>11,248</b>	<b>29,415</b>	<b>95,925</b>	<b>160,733</b>	<b>226,170</b>	<b>398,301</b>
<b>PUBLICO</b>										
CAT y CERT	2,368	3,220	4,919	4,630	8,557	12,489	12,071	13,369	18,220	29,749
Titulos de Ahorro Nacional	0	0	0	388	9,480	20,382	23,697	20,274	18,169	10,230
Titulos de Participacion	28,110	37,831	12,062	1,421	131	0	11,015	104,373	91,320	3,237
Titulos FEN	0	0	0	12,896	13,600	25,930	22,903	13,956	23,036	32,340
Otros Moneda Nacional	1,448	3,746	12,857	21,682	49,408	14,121	12,858	39,400	16,683	12,297
Certificados de Cambio	19,062	26,234	38,646	26,195	49,911	218,366	84,334	56,340	27,427	32,380
Titulos Canjeables	0	0	7,571	16,705	3,778	1,079	79,518	117,543	54,838	50,824
<b>SUB-TOTAL PUBLICO</b>	<b>50,988.0</b>	<b>71,031.0</b>	<b>76,055.0</b>	<b>83,917.0</b>	<b>134,865.0</b>	<b>292,367.0</b>	<b>246,396.0</b>	<b>365,255.0</b>	<b>249,693.0</b>	<b>171,072.0</b>
<b>SUB-TOTAL MERCADO DINERO</b>	<b>51,527.0</b>	<b>72,978.0</b>	<b>78,888.0</b>	<b>88,374.0</b>	<b>146,113.0</b>	<b>321,782.0</b>	<b>342,321.0</b>	<b>525,988.0</b>	<b>475,863.0</b>	<b>569,374.0</b>
<b>TOTAL MERCADO</b>	<b>60,697.0</b>	<b>91,703.0</b>	<b>85,121.0</b>	<b>94,484.0</b>	<b>151,960.0</b>	<b>327,284.0</b>	<b>357,676.0</b>	<b>550,774.0</b>	<b>513,100.0</b>	<b>652,479.0</b>

FUENTE: INFORMES SUMINISTRADOS POR LAS BOLSAS DE VALORES

**MERCADO BURSATIL NACIONAL  
VALORES TRANSADOS**

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
<b>MERCADO DE CAPITALES</b>										
Acciones	14.6	19.7	7.0	5.7	3.5	1.5	2.9	3.7	4.1	4.8
BOCAS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.6	0.1	0.1	0.3
Bonos Ordinarios y Gtia. Gral.	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.3	0.4	2.1	6.2
Bonos Oficiales	0.5	0.7	0.3	0.6	0.1	0.1	0.5	0.2	1.0	1.4
<b>SUB-TOTAL MERCADO DE VALORES</b>	<b>15.1</b>	<b>20.4</b>	<b>7.3</b>	<b>6.5</b>	<b>3.8</b>	<b>1.7</b>	<b>4.3</b>	<b>4.5</b>	<b>7.3</b>	<b>12.7</b>
<b>MERCADO DE DINERO</b>										
<b>PRIVADO</b>										
Aceptaciones Bancarias	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.3	5.7	13.4
CDT	0.9	1.8	2.4	4.6	7.2	8.7	26.0	27.0	32.7	36.8
Pagares	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.3	0.7	1.8	5.4	10.6
Otros	0.0	0.3	1.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.3
<b>SUB-TOTAL PRIVADO</b>	<b>0.9</b>	<b>2.1</b>	<b>3.4</b>	<b>4.7</b>	<b>7.4</b>	<b>9.0</b>	<b>26.8</b>	<b>29.1</b>	<b>44.0</b>	<b>61.1</b>
<b>PUBLICO</b>										
CAT y CERT	3.9	3.5	5.8	4.9	5.6	3.8	3.4	2.4	3.6	4.6
Títulos de Ahorro Nacional	0.0	0.0	0.0	0.4	6.2	6.2	6.6	3.7	3.5	1.6
Títulos de Participación	46.3	41.3	14.2	1.5	0.1	0.0	3.1	19.0	17.8	0.5
Títulos FEN	0.0	0.0	0.0	13.6	8.9	7.9	6.4	2.5	4.5	5.0
Otros Moneda Nacional	2.4	4.1	15.1	22.9	32.5	4.3	3.6	7.2	3.3	1.9
Certificados de Cambio	31.4	28.6	45.4	27.7	32.8	66.7	23.6	10.2	5.3	5.0
Títulos Canjeables	0.0	0.0	8.9	17.7	2.5	0.3	22.2	21.3	10.7	7.8
<b>SUB-TOTAL PUBLICO</b>	<b>84.0</b>	<b>77.5</b>	<b>89.3</b>	<b>88.8</b>	<b>88.8</b>	<b>89.3</b>	<b>68.9</b>	<b>66.3</b>	<b>48.7</b>	<b>26.2</b>
<b>SUB-TOTAL MERCADO DINERO</b>	<b>84.9</b>	<b>79.6</b>	<b>92.7</b>	<b>93.5</b>	<b>96.2</b>	<b>98.3</b>	<b>95.7</b>	<b>95.5</b>	<b>92.7</b>	<b>87.3</b>
<b>TOTAL MERCADO</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

FUENTE: INFORMES SUMINISTRADOS POR LAS BOLSAS DE VALORES

ANEXO No. 10.1  
EMISION BONOS ORDINARIOS  
( Millones de Pesos)

SECTOR EMISOR	1985	1986	1987	1988	1989	1990	TOTAL
COMERCIAL	0	0	0	1,000	200	0	1,200
INDUSTRIAL	0	0	3,300	1,995	24,950	12,082	42,327
SERVICIOS PRIVADOS	0	270	100	180	800	10,060	11,410
SUB-TOTAL	0	270	3,400	3,175	25,950	22,142	54,937
SERVICIOS PUBLICOS				1,000	4,000	5,000	10,000
FINANCIEROS	178	0	398	17,274	19,650	9,000	46,500
TOTAL EMISION	178	270	3,798	21,449	49,600	36,142	111,437
DESCOMPOSICION PORCENTUAL							
COMERCIAL	0.0	0.0	0.0	4.7	0.4	0.0	1.1
INDUSTRIAL	0.0	0.0	86.9	9.3	50.3	33.4	38.0
SERVICIOS PRIVADOS	0.0	100.0	2.6	0.8	1.6	27.8	10.2
SUB-TOTAL	0.0	100.0	89.5	14.8	52.3	61.2	49.3
SERVICIOS PUBLICOS	0.0	0.0	0.0	4.7	8.1	13.8	9.0
FINANCIEROS	100.0	0.0	10.5	80.5	39.6	24.9	41.7
TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	99.9	100.0

FUENTE: Asociación Bancaria de Colombia, Bonos Emitidos por Empresas del Sector Real.

ANEXO No. 10.2  
 BONOS ORDINARIOS DEL SECTOR REAL  
 AHORRO EN COSTO POR DESINTERMEDIACION  
 TASAS EFECTIVAS PROMEDIO %

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
SECTOR EMISOR						
COMERCIAL	0.0	0.0	0.0	36.6	37.7	0.0
INDUSTRIAL	0.0	0.0	34.8	38.3	38.4	39.1
SERVICIOS PRIVADOS	0.0	34.8	34.2	33.1	37.2	38.6
TOTAL SECTOR REAL(A)		34.8	34.5	36.0	37.8	38.9
TASA ACTIVA(B)	45.3	40.7	41.4	42.7	43.0	44.6
TASA PASIVA	35.3	31.3	30.9	33.7	33.8	35.7
MARGEN INTERMEDIACION(C)	10.0	9.4	10.5	9.0	9.2	8.9
AHORRO EFECTIVO DE LOS INTERESES DEL BONO (B-A)=(D)		5.9	6.9	6.7	5.2	5.8
% DE APROVECHAMIENTO EN LA DESINTERMEDIACION (D/C)	0.0	62.8	65.7	74.4	56.9	64.6

FUENTE: Asociacion Bancaria de Colombia, Bonos Emitidos por Empresas del Sector Real.



ANEXO No. 13.1  
**RIESGO PAIS CON BASE EN MERCADO SECUNDARIO  
 PARA DEUDA EXTERNA (%)**

MERCADO SECUNDARIO	1986	1987	1988	1989	1990
<b>VALOR PROMEDIO DEUDA</b>					
ARGENTINA	64.92	50.09	25.70	15.97	12.30
BRASIL	75.46	58.57	47.86	30.34	27.23
CHILE	66.38	63.38	59.44	60.73	64.61
COLOMBIA	81.83	80.61	63.29	61.49	63.30
MEXICO	59.54	54.25	48.72	39.74	41.87
VENEZUELA	76.60	65.31	51.23	37.26	40.14
TASA LIBOR FIN DE AÑO	6.25	7.50	9.44	8.31	8.88
SPREAD PROMEDIO S/LIBOR	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
<b>TASA IMPLICITA</b>					
ARGENTINA	11.17	16.97	40.62	58.30	80.30
BRASIL	9.61	14.51	21.81	30.69	36.28
CHILE	10.92	13.41	17.56	15.33	15.29
COLOMBIA	8.86	10.54	16.50	15.14	15.61
MEXICO	12.18	15.67	21.43	23.43	23.60
VENEZUELA	9.46	13.01	20.38	24.99	24.62
<b>RIESGO IMPLICITO</b>					
ARGENTINA	4.92	9.47	31.18	49.99	71.42
BRASIL	3.36	7.01	12.37	22.38	27.40
CHILE	4.67	5.91	8.12	7.02	6.41
COLOMBIA	2.61	3.04	7.06	6.83	6.73
MEXICO	5.93	8.17	11.99	15.12	14.72
VENEZUELA	3.21	5.51	10.94	16.68	15.74

FUENTE:

J.P. MORGAN, FINANCIAL ADVISORY MERGERS  
 & ACQUISITIONS LATIN AMERICA



## COMENTARIO

*Jose' Fernando Isaza Delgado\**

**E**n esta ponencia como es habitual en sus trabajos, el Dr. Orozco combina un rigor académico con un inagotable sentido común fruto seguramente de su trabajo como consultor en el mundo real de las empresas. Sin utilizar complejas herramientas matemáticas, a través de ejemplos, obtiene resultados interesantes de aplicación de las nuevas leyes tributarias y en particular del novedoso tema de ajuste de los estados financieros por inflación.

Si bien el tema interrelaciona la inversión de capital de riesgo y la apertura, y en particular el riesgo del inversionista extranjero, debe destacarse la implícita conclusión del autor en el sentido de que las mayores posibilidades de inversión se originan mediante la canalización del ahorro nacional hoy invertido en el extranjero y en disminuir la fuga de capitales a través de medidas económicas que garantizando su no desvalorización en Colombia, eviten su fuga.

En efecto, el inversionista extranjero aspira a niveles de rentabilidad superiores a los del inversionista nacional y si éste invierte poco no es de extrañar que el extranjero invierta aún menos.

Es muy novedosa e interesante la metodología para evaluar el riesgo económico del país medido por el descuento de los bonos de deuda.

Para algunos países de América Latina la rentabilidad nominal de las operaciones de compra de deuda es tan elevada que aún teniendo en cuenta el riesgo implícito, es una inversión mucho más atractiva que la inversión en el sector real.

La adecuada política del gobierno en su manejo de la deuda externa ha permitido no solo disminuir los costos del nuevo endeudamiento comercial sino también, como se deduce de este estudio, el "premio" que debería ofrecer el país al inversionista extranjero.

---

\* Presidente Compañía Colombiana Automotriz.

En este orden de ideas resulta interesante la propuesta, de combinar capitales nacionales con socios tecnológicos extranjeros. Es de esperarse que a medida que la economía se internacionalice y mejoren las condiciones de orden público pueda esperarse un flujo de capitales extranjeros moderado a Colombia.

En la actualidad la parte más significativa de la inversión extranjera en Colombia se realiza en los sectores de petróleo y minería. La parte restante se concentra en aquellas industrias en las cuales los insumos suministrados por la casa matriz, bien sea en forma de materia prima, o como aporte tecnológico (investigación y desarrollo) representan un porcentaje importante del costo del bien final.

Pueden avanzarse las siguientes hipótesis del porqué de la preferencia de la inversión extranjera en el sector primario en Colombia.

1. Medidas tributarias atractivas en los países sedes de las casas matrices para estimular la producción de bienes estratégicos.
2. Una cierta continuidad en la política del Gobierno Nacional para atraer y mantener estas inversiones. Esta política se ha manifestado en el respeto de las condiciones con los compromisos adquiridos.
3. Como el mercado de la inversión extranjera en el sector primario, está enfocado fundamentalmente hacia la exportación, se evita el riesgo de medidas como el control de precios. Este punto es particularmente sensible y en ocasiones a productos bajo control de precios se les niega el derecho al alza, aún cuando los aumentos del costo de los insumos se derivan de decisiones gubernamentales, o de los aumentos de bienes y servicios producidos por empresas estatales.
4. Existen mecanismos más ágiles de autorización de la inversión extranjera en el sector primario. Por otra parte las entidades públicas que realizan las operaciones conjuntas (Joint-Venture) con el inversionista extranjero lo perciben, en términos generales, como un socio. Por el contrario en las otras actividades el inversionista extranjero se encuentra solo ante una maraña de normas, regulaciones y en no pocas ocasiones con la hostilidad de algunos funcionarios públicos.

## I. MERCADO ACCIONARIO

El pobre desempeño del mercado de acciones en Colombia corresponde a una total racionalidad del inversionista. En efecto, como lo señala el estudio, quienes invirtieron en acciones entre los años 1970 y 1980 perdieron parte de su capital. Solo en los períodos 1980 -

1982 y 1985 - 1987, las acciones se valorizan por encima del índice general de precios. Es decir, las señales del mercado no son las más adecuadas para la inversión en acciones especialmente cuando existen títulos, como los emitidos por el Banco de la República, de altísima seguridad, elevados intereses reales y adicionalmente con tratamiento tributario que en la mayor parte de los casos se reduce a la retención.

La reciente reforma tributaria y los proyectos que cursan hoy en el Congreso para hacer más atractiva la inversión en acciones, tendrán seguramente un efecto estimulante. Sin embargo, en mi opinión, los accionistas que no tengan el control administrativo de las empresas no pueden aspirar a que por dividendos y por valorización, la rentabilidad obtenida sea superior a la que se obtiene con otras opciones que ofrece el mercado. No es ningún secreto que buena parte de las utilidades de una empresa pueden colocarse en cabeza de otras empresas controladas, o desviarse por medio de contratistas y subcontratistas.

Con alta probabilidad un efecto dinamizador del mercado accionario estará dado por el crecimiento de los inversionistas institucionales como son los fondos mutuos y los fondos de pensiones pero, como lo señala el autor, su dimensión es bien pequeña, \$21.000 y \$7.000 millones en cada caso en 1989, y de estos, solo el 25% y el 32% respectivamente está invertido en acciones.

Esta inversión se realiza fundamentalmente en la misma compañía del fondo mutuo, por el atractivo de la posible participación en la administración, o al menos, el acceso a los libros de la empresa durante los días previos a la realización de la Asamblea General de Accionistas.

## II. CREDITO DE FOMENTO

Debe reconocerse el valor profesional de un consultor de empresas al plantear crudamente los problemas y las inequidades que crean los elevados subsidios al crédito de fomento.

La propuesta de conversión de Proexpo en el Banco de Comercio Exterior Colombiano obliga necesariamente a un desmonte acelerado de los subsidios con el fin de otorgar en forma transparente todo el crédito que requiera el sector exportador colombiano.

Este proceso ya se ha iniciado, y a pesar las naturales propuestas de los usuarios, es un paso más hacia la democratización del crédito, pues al disminuirse los subsidios aumenta la oferta del crédito y éste debe desconcentrarse.

Medidas de esta índole y la reorientación del gasto público, permitirán controlar el efecto inflacionario del déficit fiscal y en esta forma el país puede aspirar a tener menores tasas reales y nominales de interés.

### III. LA APERTURA Y EL MERCADO DE VALORES

Como lo señala el conferencista, una de las secuelas del modelo cerrado de nuestra economía es que nos acostumbramos a pensar que el mercado internacional solo consta de aportes de capital, préstamos externos y algo de inversión extranjera indirecta. Mientras en el mundo aparecían mecanismos innovadores que permitieron a otras economías desarrollarse, acá nos contentábamos con decir: estamos mejor que los otros países latinoamericanos.

Menciona Orozco un conjunto de nuevas opciones en el mercado internacional de capitales. Su enunciación nos pone de presente la necesidad de que la apertura incluya también al sector financiero. En efecto, muchos de estos mecanismos o nos son desconocidos o conociéndolos no los aplicamos, o lo que es más seguro, deben ser prohibidos por alguna ley, decreto, resolución, reglamento o carta de algún funcionario imaginativo.

### IV. CONCORDATOS Y REESTRUCTURACIONES

El ponente reconoce la conveniencia de disponer de un mecanismo como el concordato que permite salvar las empresas de un colapso económico y con buen criterio señala los aspectos perjudiciales de este sistema entre ellos que con la ayuda estatal, pueden crearse situaciones de irresponsabilidad y aprovechamiento injusto. Por otra parte existe la posibilidad de que las entidades financieras puedan diferir mediante manipulaciones contables el reconocimiento de realidades económicas adversas.

La experiencia de algunos concordatos ha demostrado que en la práctica es posible evitar el aprovechamiento indebido de la recuperación financiera de la empresa por parte de los dueños y administradores causantes de los colapsos financieros y económicos.

Los sistemas de fiducia, la obligatoriedad de la entrega de las acciones al valor intrínseco en el momento del concordato por ejemplo, permiten que los beneficios de la recuperación queden en cabeza de quienes habían suministrado los recursos económicos y de quienes

asumieron los riesgos de esa recuperación, evitándose en esta forma la injusticia que representaba la declaratoria de un concordato contra los acreedores de buena fe.

Por otra parte, se ha demostrado en la práctica, que el esfuerzo financiero y administrativo de la recuperación empresarial revierte en beneficio de quienes los asumen y no de quienes crearon el conflicto. La nueva ley de concordatos recoge la praxis de exitosos concordatos recientes.

## V. NUEVOS HORIZONTES

El pésimo desempeño de la Economía Latinoamericana en la década pasada, que contrasta con un moderado crecimiento de nuestra economía, nos ha hecho olvidar que se requieren nuevos esfuerzos y un modelo de desarrollo que nos permita salir del atraso y dirigirnos hacia metas elevadas de bienestar. No podemos seguir comparándonos con los pobres desempeños de las economías de Argentina, Perú, Ecuador y Paraguay.

Un beneficio no suficientemente estudiado de la apertura consiste en mostrarnos que existe un mundo que trasciende el altiplano andino y que tomó la decisión de desarrollarse.

Como lo menciona el conferencista, los acontecimientos internacionales, en particular la unión Europea y el derrumbe del modelo de economía central planificada, puede convertir a América Latina en el Cuarto Mundo, compitiendo con los países Africanos del SAHEL, pues el Sudeste Asiático está creciendo a pasos mucho más grandes que las enclaustradas economías andinas.<sup>1</sup>

Son muy conocidas las estadísticas del desempeño económico de Corea, Taiwan, Singapur y Hong Kong. Menos conocidas y posiblemente más interesante para nuestra perspectiva es lo que está ocurriendo en Malasia y Tailandia. Estos países tienen características económicas, de recursos naturales, de condiciones geográficas, climatológicas y demográficas similares a las nuestras pero tienen algunos problemas desconocidos para nosotros como lo son los raciales, religiosos y aún, como en el caso de Tailandia, confrontaciones bélicas internacionales. Pero estos países optaron, hace poco más de una década, por internacionalizar sus economías y entrar al proceso de desarrollo.

---

1. Venezuela es una excepción.

Los resultados han sido muy positivos como lo muestra el Cuadro No. 1, el cual permite observar algunas cifras del desempeño de estas economías comparadas con la colombiana.

CUADRO No. 1									
ALGUNOS INDICADORES DEL COMERCIO EXTERIOR									
País	PIB/Habitant. US\$*		Razón	Exportaciones Millones de US\$*		Razón	Importaciones Millones de US\$*		Razón
	1976	1988		1976	1988		1976	1988	
TAILANDIA	380	1.000	2.63	2.980	15.806	5.30	3.572	17.876	5.00
COLOMBIA	630	1.180	1.87	1.694	5.339	3.15	1.572	4.515	2.87
MALASIA	860	1.940	2.26	5.707	20.848	3.65	4.245	16.584	3.91

\* Cifras en Dólares corrientes.

Resulta útil realizar algunos comentarios al respecto:

-Resalta el pobre crecimiento del producto por habitante en Colombia aún medido en términos corrientes, lo que hace que en términos reales sea inferior. No puede dejar de concluirse que un bajo nivel de crecimiento del PIB está unido al reducido nivel de su comercio internacional.

-La mentalidad de algunos funcionarios en Colombia es considerar que el productor que requiere importar para sus empresas comete poco menos que un delito. No es pues de extrañar que el crecimiento de las importaciones sea inferior al de las exportaciones y el crecimiento total sea aún menor que el de las economías en mención.

- Contrario al popular mito de que la apertura de estas economías se hace cerrando las importaciones y exportando a todo costo, las cifras muestran que la apertura fue en ambas vías y en el caso de Tailandia el déficit comercial se ha cubierto con una política amplia de apertura al capital extranjero.

A pesar de lo discutible que puede ser el indicador de comercio exterior por habitante, el Cuadro No. 2, permite hacer los siguientes comentarios.

**CUADRO No. 2**  
**COMERCIO EXTERIOR POR HABITANTE**

País	US\$/hab. (Exportaciones + Importaciones) ÷ No. de habitantes (1988)	Relación con Colombia
TAILANDIA	618.02	1.99
COLOMBIA	310.85	1
MALASIA	2.215.0	7.13

Un habitante de Tailandia tiene una relación con el mundo exterior dos veces mayor que la de un colombiano. Un habitante de Malasia, a su turno, está siete veces más integrado con el mundo exterior que uno de nuestro país.

Estos y muchos otros países han tomado la decisión de abrir sus mercados; y no solo de permitir la inversión extranjera, sino también de estimularla. Han adoptado medidas que aunque impopulares a corto plazo, sus beneficios en el mediano son indiscutibles. En síntesis reconocieron que para desarrollarse es necesario trabajar con eficiencia y productividad, y que un buen camino es insertarse en el mercado mundial.

En el caso colombiano el escaso ahorro nacional es necesario complementarlo con el ahorro externo. Más allá de la oposición ideológica a la inversión extranjera en Colombia, que en algunas ocasiones ha encontrado eco en lo que algunos llaman el Tibet ampliado, el verdadero problema es que ésta es casi inexistente.

El país que por su alto nivel de superávit comercial está buscando oportunidades de inversión extranjera es Japón. Por lo tanto no deja de ser preocupante para el país la siguiente cifra: de los US\$36.000 millones de inversión japonesa en América Latina, Colombia figura en sus estadísticas como otros, y la cifra de inversión no debe ser superior hoy a los US\$40.0 millones.

Hay que celebrar con beneplácito el realismo del gobierno al tratar de atraer los capitales colombianos que están en el exterior para suplir la escasa inversión extranjera. En efecto, dadas las dificultades sociales y de orden público por las que atraviesa el país, el riesgo de

devaluación, la alta inflación, lo reducido del mercado, la inversión extranjera en Colombia no es lo suficientemente atractiva. Otro factor que disminuye el atractivo a la inversión extranjera en nuestro país es el Acuerdo de Galápagos, ya que este le dá, para el mercado colombiano, un tratamiento igual a la inversión extranjera que se localice en Venezuela o en Colombia.

Los más importantes beneficios de la apertura no serán necesariamente económicos. Cuando nuestros grupos radicales conozcan lo que está ocurriendo en Europa Oriental y aún en la ultra-ortodoxa Albania, y entiendan que los modelos de economía central planificada, de cierre total de los mercados, no son los más adecuados, y empiecen a preguntarse si vale la pena seguir matándose entre compatriotas en aras de una ideología que está desapareciendo en el mundo, el país tendrá unas mejores perspectivas.

Preguntarán que tiene que ver esto con la apertura. Mi opinión es que una mayor internacionalización de nuestra economía permitirá la llegada de vientos frescos, de modelos económicos y sociales más exitosos que el populismo, la extrema izquierda y las dictaduras de derecha, los cuales solo demostraron su fracaso en América Latina y en Europa Oriental.

Agradezco a la Asociación Bancaria la invitación que me hizo a esta reunión y le ofrezco mis excusas por utilizar este foro para hacer algunos comentarios personales, teniendo como pretexto el valioso trabajo de mi amigo Guillermo Orozco.



# **EXPERIENCIAS DE RECONVERSION INDUSTRIAL. EL CASO ESPAÑOL**

*Pedro Sagués\**

## **I. POSICION RELATIVA DEL GRUPO INI RESPECTO A LA GRAN EMPRESA ESPAÑOLA INTERNACIONAL**

**E**s para mí un honor haber sido invitado por la Asociación Bancaria de Colombia para sustituir a D. Javier Salas, recientemente nombrado Presidente del Instituto Nacional de Industria, con el fin de transmitirles a ustedes, como dice el título de mi intervención, la Experiencia Española de Reconversión Industrial, y más en concreto la del Instituto Nacional de Industria.

### **A. MARCO DE LA RECONVERSION**

Para poder entender el proceso de adaptación de la economía española es necesario reflexionar sobre los cambios que el escenario socioeconómico ha registrado durante los últimos años y que se ha reflejado, fundamentalmente, en los siguientes hechos:

— Maduración de los procesos de ajuste realizados en la estructura productiva mundial e inicio de una fase de expansión económica.

— Necesidad de identificar y manejar factores complejos de competitividad, como resultado de la convergencia de un conjunto de circunstancias que han provocado una modificación significativa en la naturaleza y la estructura de los mercados.

— Proceso de creciente apertura de las economías, intensificado en el caso de la española por su incorporación a la Comunidad Europea y por la constitución del mercado único comunitario.

— No podemos olvidar la casuística específica del caso español que a través del proceso de consolidación y estabilidad democrática desencadena un clima de confianza y configura a España como un país de moda en Europa con su correspondiente reflejo en la atracción de capitales extranjeros.

---

\* Presidente inoinvest S.A. España.

Como resultado de lo anterior, se han producido cambios fundamentales en las actuaciones de los agentes económicos, tanto en lo que se refiere a la definición de los objetivos e instrumentos de la política industrial utilizados por la Administración española como en lo que afecta al desarrollo estratégico realizado por las grandes corporaciones internacionales, por referirnos a dos agentes que, por su importancia, siempre deben ser específicamente considerados a la hora de definir nuestras estrategias de grupo empresarial.

Los procesos de planificación estratégica de los grandes grupos de negocios internacionales han evolucionado con los hechos anteriormente señalados. La necesidad de conseguir una progresiva integración y coordinación de las actividades entre los diferentes mercados, tanto domésticos como exteriores, donde han tomado posiciones, ha obligado a la definición y ejecución de lo que se ha dado en denominar "estrategias globales". Paralelamente, esto supone una amenaza para aquellas compañías que limitan su actividad a una estrategia de carácter exclusivamente doméstico o regional.

A su vez, todos estos cambios condicionan la definición de los objetivos de la política industrial, que han de tener un carácter más horizontal, de forma que afecten al conjunto de la actividad sobre la que actúan. Ya el Ministerio de Industria y Energía de España en el Libro Blanco "España en Europa. Un futuro industrial", reconocía que es la propia empresa quien debe ser capaz de diseñar y desarrollar estrategias competitivas, configurándola como el instrumento fundamental de la política industrial.

## **B. POSICION DE LA GRAN EMPRESA ESPAÑOLA.**

Los hechos hasta aquí señalados y, muy en particular, la creciente apertura de la economía española obligan a reflexionar sobre la capacidad de competir de nuestras empresas nacionales, máxime cuando la crisis mundial y el subsiguiente proceso de ajuste a que algunas se han visto obligadas, han sido más profundas que en otros países, tanto en intensidad como en el tiempo transcurrido, aunque estos aspectos quizá se han visto también condicionados por el retraso con que se tomaron en España las medidas de ajuste respecto al tiempo en que se iniciaron en los principales países industrializados.

Por ello es importante analizar, siquiera brevemente, cual es la posición relativa de la gran empresa española frente a la internacional, con la finalidad de identificar cuales son aquellos elementos críticos que puede encontrar la empresa española en la consecución

de ventajas competitivas, necesarias para su adaptación y consolidación en su nuevo entorno.

Para ello analizaremos los siguientes parámetros:

— **Tamaño de la compañía.**

Los estudios realizados nos dan los siguientes resultados.

— La gran empresa española tiene un menor tamaño en comparación con la gran empresa internacional, tanto en términos de media como si se comparan las mayores empresas individualmente.

— La diferencia de tamaño es particularmente significativa para aquellas empresas correspondientes a los sectores calificados como de “demanda fuerte”, es decir, aquellos con mayores tasas de crecimiento del consumo aparente.

— Las razones fundamentales del menor tamaño de la empresa española vendrían condicionadas por su desarrollo histórico en un marco de:

- Reducidas dimensiones del mercado doméstico.
- Importante proteccionismo para el mercado doméstico.
- Reducido nivel tecnológico propio.

— **Grado de diversificación.**

La integración de actividades de negocio diversas, en algunos casos relacionadas con la actividad principal, así como la integración de servicios comerciales y financieros, entre otros, parece una característica fundamental del desarrollo de las grandes corporaciones internacionales.

Como resultado de dicho proceso de diversificación, nos encontramos con que la tercera parte de las grandes corporaciones internacionales pueden clasificarse como negocios diversificados, es decir coexistencia de varias líneas de negocio no relacionados, sin que ninguna supere el 70% de las ventas totales. Asimismo, un 39% serían negocios relacionados, es decir, existencia de varias líneas de negocio relacionados, no superando ninguna el 70% del total de ventas.

El análisis de las grandes empresas españolas muestra un fuerte sesgo hacia la realización de actividades en una línea de negocio individual o dominante con más del 95% o más del 70% de la cifra de ventas respectivamente.

De hecho, si consideramos las veinticinco primeras empresas españolas por facturación, solo encontramos dos grupos que puedan ser

apropiadamente clasificados como de “negocios relacionados”: los Grupos Repsol y Cepsa; y otro tanto ocurre para los clasificables como de “negocios diversificados”: los Grupos INI y Torras (ERT).

— Grado de internacionalización.

Otra de las características fundamentales que se encuentran al observar las grandes corporaciones internacionales es la de diversificación de mercados, realizada a partir de estrategias de expansión multinacional.

Para analizar el grado de internacionalización alcanzado por una compañía, podemos utilizar las dos siguientes variables:

- Porcentaje de ventas en países distintos al de la matriz.
- Porcentaje de producción en países distintos al de la matriz.

Existen, no obstante, grandes diferencias en la forma en que se ha producido el proceso de internacionalización, pudiendo distinguirse una estrategia expansiva realizada a partir de la localización de establecimientos productivos en el exterior, por parte de las corporaciones británicas, suecas, americanas y francesas, frente a otra basada fundamentalmente en las exportaciones, cuyo más claro exponente lo constituyen las firmas japonesas, y en alguna medida, las corporaciones italianas y alemanas.

De acuerdo con lo anterior, la internacionalización de la gran empresa española tiene las siguientes características:

— El porcentaje medio de exportaciones sobre ventas, 14% , se encuentra muy alejado del porcentaje medio de la gran empresa europea.

— Un elevado número de las primeras empresas españolas por volumen de exportaciones son filiales de multinacionales extranjeras, principalmente en el sector automoción y los sectores químico y electrónico.

— La producción en establecimientos situados en el extranjero por parte de las empresas españolas es absolutamente marginal en relación con su facturación total.

Como conclusión de los aspectos señalados, se puede considerar que la gran empresa española se caracteriza por:

— Un tamaño significativamente inferior al de las grandes corporaciones internacionales.

— Una diversificación de sus líneas de negocio muy reducida.

— Un nivel de internacionalización limitado exclusivamente a la actividad exportadora.

Todo esto define, a priori, un conjunto de limitaciones en la capacidad competitiva de la gran empresa española.

La superación de dichas limitaciones, con la consiguiente obtención de ventajas competitivas, debe constituir el núcleo central de las actuaciones estratégicas corporativas de la gran empresa española, si se quiere sobrevivir en unos mercados cada día más abiertos y con mayor competencia. Ello implica la necesidad de:

— Estructurar líneas de negocio, relacionadas o no, de forma que cada una de ellas sea capaz de crear y/o mantener ventajas competitivas.

— Obtener una capacidad de gestión que permita ganar las ventajas competitivas (tanto industriales, comerciales y/o financieras como tecnológicas) que en principio acompañan a un mayor tamaño y a la diversificación.

— Incrementar el grado de internacionalización, toda vez que la experiencia demuestra que los mercados domésticos son insuficientes y que, por tanto, toda gran empresa debe desarrollar una actividad internacional de forma consistente.

### C. POSICION DEL GRUPO INI.

El Grupo INI ocupa una significativa posición dentro de los grandes grupos industriales y de negocios, de acuerdo con los siguientes indicadores:

— Agrupando a 63 empresas en su balance consolidado, con un nivel de ventas en 1989 de 20.000 millones de dólares USA, de los cuales 5.300 millones fueron destinados a los mercados exteriores y dando trabajo a 150.000 personas, el Grupo INI se sitúa entre los 50 mayores grupos del mundo por facturación.

— A nivel europeo, el Grupo INI se puede considerar equiparable a Grupos tales como Thyssen, ICI, CGE o Saint-Govain, por citar algunos ejemplos.

— En cuanto a su posición a nivel nacional hay que señalar que el Grupo INI constituye el primer Grupo Español de negocios, con una presencia importante y en algunos casos fundamental en sus respectivos sectores productivos y con un grado de internacionalización de sus actividades del 26% medido en términos de exportaciones.

### II EVOLUCION DEL GRUPO INI EN EL PERIODO 1983-1989.

Habiendo señalado el marco en que se ha desarrollado la reconver-

## EVALUACION DE RESULTADOS

### 1. MEJORA DE LA COMPETITIVIDAD

— Margen Bruto: 13,5% —> 24,6%

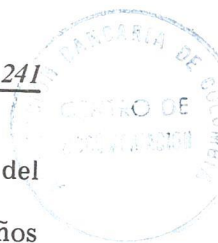
— Estructura Financiera: 15,4% —> 28,7%

### 2. MEJORA CONTINUADA DE LOS RESULTADOS DEL GRUPO

— Obtención de Beneficios en 1988 y 1989

— Concentración de las Pérdidas en Determinados Sectores:  
Minería, Construcción Naval.

### 3. CONSOLIDACION DE UN GRUPO HOMOGENEO Y ESTRUCTURADO



sión industrial de nuestro país, centrémonos en la evolución del Grupo INI en este período.

El conjunto de actuaciones emprendidas durante los últimos años ha permitido situar al Grupo INI en la senda de la rentabilidad económica y financiera y consolidarlo como grupo empresarial.

Un breve repaso del diagnóstico y principales actuaciones de la gestión del Grupo INI en el período 83-89 nos muestra lo siguiente.

### A. SITUACION PREVIA DEL GRUPO.

La situación general de las Empresas del Grupo INI, al cierre del ejercicio de 1982, se caracterizaba por:

- Pérdidas crecientes desde 1976, en constante aceleración.
- Estructura financiera muy deteriorada, con unos fondos propios que representaban un 15.8% sobre el pasivo total consolidado de las Empresas del Grupo.

Esta situación estaba originada tanto por la situación general de la economía, como por la utilización que se hizo del INI y sus empresas como instrumento anticíclico de la política industrial y económica durante la segunda mitad de la década de los setenta. Respecto a este último aspecto, es necesario mencionar los siguientes hechos:

- Incorporación al Grupo INI de un importante número de empresas por retirada de la iniciativa privada.
- Crecimiento interanual de las plantillas por encima de los incrementos de las ventas durante dichos años.

— Elevado importe de las inversiones en activos fijos financiadas, prácticamente en su totalidad, mediante recursos ajenos.

Todas estas circunstancias tuvieron su reflejo en una situación industrial cuyos principales problemas eran los siguientes:

- Exceso de capacidad, tanto de los activos fijos como de personal, lo que originaba una acusada rigidez en los costes.
- Ineficiencia en los sistemas y procesos productivos, con la consiguiente reducción de los márgenes operativos.

En cuanto a la situación financiera, el deterioro creciente causado por la situación industrial y el desequilibrio adicional originado por la financiación exclusiva mediante recursos ajenos de las inversiones, provocaron un importante incremento de los costes financieros, que superaban, en un tercio de las empresas del Grupo, el porcentaje del 15% sobre ventas.

Por otra parte se registraba una importante concentración de las pérdidas en un reducido número de empresas, lo que indicaba la

necesidad de concentrar en estas empresas los esfuerzos de gestión.

La situación en la que se encontraban las empresas del Grupo, y que acabamos de describir, obligaba a actuar en dos vertientes claramente definidas:

— Mejora de la gestión de las áreas operativas, a fin de recuperar los niveles de rentabilidad económica.

— Cobertura de los medios financieros necesarios para hacer frente al costo derivado de algunas de las medidas de gestión a realizar y para detener el proceso de constante deterioro de la estructura financiera de las empresas.

## **B. DEFINICIONES DE OBJETIVOS Y ESTRATEGIAS**

A partir del anterior diagnóstico, y con el fin de dar prioridad a las acciones de gestión que iba a ser necesario desarrollar, se establecieron los siguientes dos objetivos:

— Reducir las pérdidas y obtener resultados positivos.

— Consolidar un grupo industrial coordinado e integrado, competitivo en un entorno crecientemente internacionalizado.

Para conseguir estos objetivos se definieron un conjunto de estrategias tanto a nivel de empresa como a nivel corporativo.

## **C. ESTRATEGIAS PARA CONSEGUIR EL OBJETIVO DE REDUCCION DE PERDIDAS.**

Las estrategias definidas en este objetivo se han dirigido fundamentalmente a la readaptación de las empresas a sus mercados y a la mejora de su competitividad, actuando prioritariamente en aquellas empresas en situación crítica que concentraban la mayor parte de las pérdidas del Grupo.

Los principales desarrollos de estas estrategias han sido los siguientes:

— Planes de Reconversión Sectorial.

La aplicación de planes de reconversión, negociación con los distintos interlocutores sociales implicados y aprobados por el Gobierno, en las empresas de siderurgia integral, construcción naval y fertilizantes, ha supuesto la racionalización de la capacidad productiva de las empresas del grupo afectadas a través de cierre de instalaciones poco eficientes, reducciones de la capacidad de producción, construcción de plantas productivas modernas y diversificación y especialización en las líneas de productos.



Estas actuaciones han requerido un importante esfuerzo inversor y un proceso de ajuste de plantillas que ha supuesto la incorporación a los Fondos de Promoción de Empleo de 12.000 trabajadores.

Las actuaciones descritas culminaron con un proceso de concentración sectorial en el sector fertilizantes y posterior privatización de la Empresa Nacional de Fertilizantes —ENFERSA—, la obtención por primera vez en muchos años de beneficios en el Grupo Siderúrgico Ensidesa y la situación actual de plena capacidad por parte de los astilleros con una fuerte reducción de las pérdidas anuales.

— Planes de ajuste específicos para empresas.

En otros casos, se han diseñado planes de ajuste específicos para las empresas pertenecientes a sectores maduros o con situaciones de sobrecapacidad de oferta y en las que la situación de crisis estaba agravada por una importante descapitalización.

El número total de empresas del Grupo INI afectadas por planes de viabilidad o específicos ha sido de 31 y la aplicación de los mismos ha conllevado en la mayor parte de los casos un redimensionamiento de la capacidad productiva, una especialización de las empresas, cierre de instalaciones obsoletas, etc., etc. Los resultados más destacados de esta actuación medidos en términos de beneficios han sido los casos del Grupo Iberia con un beneficio de 85 millones de dólares en 1989 y el grupo productor de aluminio Inespal con un beneficio de 130 millones de dólares también en 1989.

Durante este año 1990 se ha procedido a la venta de la Empresa Nacional de Autocamiones —ENASA— al Grupo Italiano Fiat y la División de Bienes de Equipo continúa su proceso de ajuste.

Estrategias complementarias de las ya señaladas han sido la moderación inversora, restringida a las inversiones de tipo expansivo, los esfuerzos de captación de tecnología (participando en más de 60 proyectos tecnológicos internacionales) permitiendo un índice de cobertura tecnológica del 35% para el conjunto de las empresas del INI frente al 18% de la Economía Nacional, y la mejora en general de los modelos de gestión del Grupo INI mediante la incorporación de sistemas de planificación, seguimiento y control, dirección participativa por objetivos, actuaciones de control de costes, reducción de activos circulantes, etc.

#### D. ESTRATEGIAS PARA CONSOLIDAR EL GRUPO

Paralelamente a las estrategias desarrolladas para la reducción de las pérdidas se acometió una estrategia corporativa asentada sobre

dos orientaciones básicas: Un conjunto de actuaciones coordinadas por el INI, que se pueden caracterizar como políticas horizontales y la reorganización y racionalización de la cartera de negocios del Grupo.

Las políticas horizontales han permitido aprovechar las ventajas competitivas derivadas de la existencia de un grupo empresarial, siendo las más significativas las siguientes:

- Desarrollo del potencial comercial a través de actuaciones coordinadas en materia de contratación conjunta, asesoramiento en materia de operaciones, etc.

- Coordinación en la gestión financiera de las empresas, creación de un sistema centralizado para la utilización de excedentes y cobertura de déficit de tesorería entre las empresas.

- Desarrollo de programas generales de formación profesional y de formación gerencial.

- Implantación de un sistema de dirección participativa por objetivos, etc., etc.

El otro ámbito de la estrategia corporativa ha sido la reorganización y racionalización de la cartera de negocios del Grupo.

La evolución del entorno de competencia obliga a cualquier grupo de la dimensión y diversificación del Grupo INI a una continua redefinición de su cartera de negocios. Esta necesidad viene además agravada por el hecho, ya señalado, de que en los quince años previos a 1982 la composición del Grupo se vio condicionada de manera muy importante por factores ajenos a consideraciones de gestión empresarial.

Las actuaciones seguidas en la reorganización del Grupo INI en el período 1983-1989 pueden agruparse en las siguientes:

- Implantación de una nueva organización formal del Grupo, mediante la constitución de subholdings.

El establecimiento de líneas jerárquicas intermedias entre el INI y las empresas con productos y mercados concurrentes, ha permitido realizar una mejor asignación de responsabilidades, lograr la coordinación de distintas unidades de negocio y conseguir un mejor aprovechamiento de las posibles sinérgias existentes entre las diferentes líneas de actividad.

Para ello se han definido empresas matrices y se ha racionalizado la cartera de empresas participadas filiales en distintos sectores.

Este proceso se ha concretado en la constitución del Grupo Endesa en el sector eléctrico y del Grupo Endiasa en el alimentario en 1984;

del Grupo Inespal en el sector aluminio y del Grupo Inisel en el electrónico en 1985; por último en 1986 se procedió al reagrupamiento del sector siderúrgico encabezado por Ensidesa.

— Desinversión de empresas del Grupo INI de acuerdo con los siguientes criterios:

— Disolución de la empresa en casos de inviabilidad manifiesta (CSB, en 1984 y PDN en 1985).

— Enajenación de empresas cuyos negocios están fuertemente internacionalizados y en los que se carecía de la masa crítica suficiente para poder garantizar su viabilidad. Seat en 1986, Enasa en 1990, (sector automoción), SKF (rodamientos) y Secoinsa (Hardware) en 1985.

— Venta de empresas cuya línea de negocio no era de interés estratégico para el Grupo INI (Textil Tarazona en 1984, Viajes Marsans en 1985, Empresa Nacional de Turismo en 1986), o como consecuencia de un proceso de concentración en aquellas líneas de negocio consideradas de mayor rentabilidad (filiales de Empresa Nacional de Alimentación y de Empresa Nacional de Aluminio).

Este proceso de desinversión ha afectado a más de 30 empresas de los más diversos sectores de actividad.

Por último, hay que mencionar las operaciones realizadas de ampliación de la base accionarial de determinadas empresas. Las operaciones de colocación de paquetes minoritarios de acciones en los mercados de valores se inició en 1986 con Gas y Electricidad, S.A. y se ha continuado en 1988 con las operaciones de Empresa Nacional de Celulosas y Empresa Nacional de Electricidad, S.A.

En todos los casos se ha tratado de operaciones en las que se mantiene el control mayoritario de la empresa, permitiéndose, según los casos, la incorporación tanto de los pequeños ahorradores como de los inversores institucionales tanto nacionales como extranjeros.

A través de la cotización de estas Sociedades en las Bolsas nacionales e internacionales se consigue, no solo la captación de un volumen importante de recursos financieros como resultado de la venta de las acciones sino la posibilidad de ampliar y diversificar las fuentes futuras de financiación de las empresas a través de los diversos Mercados de Capitales.

## E. EVALUACION DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS

El desarrollo y aplicación de estas estrategias han permitido los siguientes resultados:

— Mejora de la competitividad de las empresas del Grupo INI destacando la mejora del margen bruto que ha pasado del 13.5% al 24.6%.

— Mejora de estructura financiera del Grupo que ha pasado de un ratio de fondos propios sobre pasivo total de un 15.8% en 1983 a un 28.7% en 1989.

— Mejora de los resultados del Grupo que han pasado de unas pérdidas de 2.000 millones de dólares en 1983 a un beneficio de 800 millones de dólares en 1989.

Junto a la fuerte reducción de pérdidas, sigue existiendo una significativa concentración de éstas en empresas de determinados sectores. Es el caso de los sectores de construcción naval y minería, donde la crisis del mercado ha mostrado una gran resistencia.

**PRINCIPALES EMPRESAS ESPAÑOLAS  
POR CIFRA DE VENTAS  
(AÑO 1989)**

MILLONES \$ USA

Grupo INI	20.101
Repsol	11.542
Telefónica	7.109
Grupo El Corte Inglés	6.850
Tabacalera	4.743
Fasa-Renault	4.497
Seat	4.450
General Motors	3.634
Ford	3.600
Hidroila	2.850
Cepsa	2.835
Iberduero	2.659
IBM	2.118

**EVOLUCION DE RESULTADOS DEL  
GRUPO INI PERIODO 1980/1989**  
(Millones \$ USA)

	1980	1983	1985	1987	1988	1989
Resultados netos						
Grupo INI	(759)	(2.042)	(1.629)	(426)	306	701
Empresas incorporadas 70/80	(605)	(1.317)	(1.217)	(708)	(644)	(288)
Resto de Empresas	(154)	(725)	(412)	282	950	989

Nota: Empresas incorporadas 70/80 AHM \*B.W.E.  
 C.S.B. \*Barreras  
 M.T.M. \*G.E.A.  
 ASTANO \*ENSA  
 ATEINSA \* FIGAREDO  
 F. San Carlos \* FOARSA  
 T. Tarazona \*  
 SEAT \*  
 SECOINSA \*  
 S.K.F. \*

\* Desinvertidas a 31-12-89

## F. FINANCIACION DE LA RECONVERSION

Para terminar sólo me queda señalar que un proceso de reconversión como el desarrollado por el Grupo INI ha requerido un importante esfuerzo financiero medido en términos de inversiones, cierres de plantas y fondos de desempleo.

Las fuentes de financiación del proceso han sido los Presupuestos Generales del Estado, los recursos generados por el propio Instituto y, finalmente, la Banca Privada Española:

— Los Presupuestos Generales del Estado han sido la principal fuente de financiación del proceso de reconversión y la habilitación de los fondos necesarios ha sido posible merced a una economía en expansión y una creciente recaudación tributaria, que ha permitido la disposición de los mismos sin traumas para el equilibrio presupuestario.

— La generación de financiación por el propio INI ha tenido una doble vertiente.

— La favorable evolución del cash-flow del Grupo que ha permitido reinvertir un volumen cada vez mayor de fondos.

— La política de desinversiones que, por una parte ha permitido hacer desaparecer del Grupo INI empresas tradicionalmente generadoras de pérdidas, ha posibilitado, por otra, la generación de excedentes que han contribuido, de forma importante, a la financiación del proceso reconvertor.

— La Banca Privada Española ha contribuido a la financiación de proyectos industriales concretos con criterios de inversión idénticos a los utilizados para la financiación de cualquier otro proyecto empresarial o industrial, no involucrándose en el compromiso reconvertor llevado a cabo por el Instituto Nacional de Industria.

### III. CONCLUSION

A lo largo de esta exposición he tratado de presentarles a ustedes El Caso Español, o mejor dicho el proceso del Instituto Nacional de Industria como experiencia de reconversión industrial.

Un diagnóstico adecuado, unos objetivos claros y la implantación de unas estrategias desarrolladas con sentido de la oportunidad, ha cambiado de signo la evolución económica del Grupo INI.

El desarrollo con pragmatismo de la política de privatización, ha permitido eliminar situaciones deficitarias y generar fondos necesarios para la financiación del proceso.

Por último, la decidida participación del Estado ha sido el factor determinante para la consecución de los resultados ya señalados.

Somos conscientes de que todavía no hemos llegado a nuestra meta y de que es necesario continuar aplicando las estrategias mencionadas, tanto de gestión como de apoyo financiero, para culminar

lo realizado durante estos últimos años y afrontar los desafíos que el nuevo entorno de competencia presenta.

De esta forma, se podrá obtener no solo la garantía de supervivencia para el Grupo INI, sino también de su consolidación como base de un grupo empresarial español de verdadera dimensión internacional, que apoye la consecución de un adecuado grado de autonomía e interlocución en nuestra integración europea y amplíe el horizonte del desarrollo socioeconómico, tecnológico y cultural español.

## COMENTARIO

*Benjamín Martínez Moriones\**

**E**l Doctor Pedro Sagüés, alto ejecutivo del Instituto Nacional de Industria (I.N.I.), en España, nos ha hecho conocer aspectos importantes del proceso de reconversión industrial cumplido en su país, y particularmente, dentro de su más grande conglomerado público e industrial, por cuanto reúne sesenta y tres empresas, con ventas anuales de veinte mil millones de dólares y con un volumen de exportaciones anuales de cinco mil trescientos millones de dólares.

El expositor, a quien comento, ha reafirmado una tesis, ya generalizada, acerca de que los procesos de reconversión o de apertura industrial son consecuencia de novedades cumplidas en el orden tecnológico, en el orden social y en el orden político del mundo moderno que han determinado un nuevo modelo para acelerar el crecimiento económico.

España ha vivido una intensa transformación política interna y simultáneamente se ha visto desafiada por su incorporación a la Comunidad Económica Europea, por ello el proceso de adaptación de su economía, a este nuevo entorno, se considera más acelerado y más intenso que en otros países europeos.

De otro lado, nos comenta que, el prototipo de la empresa española presenta un tamaño inferior al de la empresa internacional promedio y esta particularidad se explica, en gran parte, porque la industria española estuvo muy dominada por todas las condiciones atañedoras a los enfoques industriales centrados dentro de los mercados nacionales.

Que el grado de diversificación de la estructura empresarial española es insuficiente, puesto que no marca dentro de los niveles que tiene la tercera parte de las Corporaciones internacionales del mundo, a las cuales sí se las considera como diversificadas porque ninguna de sus empresas contribuye, con sus ventas, más allá del setenta por ciento de las ventas totales de cada Corporación.

---

\* Consultor



Otro elemento que usa el expositor para posicionar la industria española ante la apertura, es el grado de internacionalización, medido por el porcentaje de producción y ventas cumplidos ó por el porcentaje de solo ventas cumplidas en países distintos al de la casa matriz, para concluir que, a la luz de esta medida, España no dispone de un grado de internacionalización adecuado, pues el valor de sus exportaciones, en relación con sus ventas totales, llegaba apenas al 14% que dista del promedio que posee la gran empresa europea.

Con base en el señalamiento de todos estos limitantes de la empresa española el expositor se adentra en la descripción de la labor cumplida por el concierto industrial español, labor que apuntó a la superación de estas limitaciones mediante planes que buscaron: la conformación de bloques de empresas o líneas de negocio que generarán ventajas competitivas; el mejoramiento de una capacidad de administración en los conjuntos empresariales que produjera una eficiencia gerencial capaz de responder por un grado adecuado de competencia de la empresa española; y el incremento del proceso de internacionalización de la actividad empresarial española, penetrando los mercados externos por la vía de la exportación o por la vía de la producción y ventas fuera del territorio español.

Dentro del marco de estas políticas generales el Grupo I.N.I., clasificado como el primero en España, puso en marcha, desde 1983, una serie de políticas internas, que apuntaban hacia el objetivo de conseguir su reestructuración.

Hasta el ejercicio anterior a ese año de 1983 el I.N.I. había acumulado pérdidas cercanas a los dos mil millones de dólares, generadas por una serie de imperfecciones, reñidas con las exigencias dominantes en el campo de la abierta competencia industrial del mercado internacional, tales como endeudamientos que excedían del 80% , capacidad instalada sobredimensionada, procesos productivos ineficientes, márgenes de contribución estrechos, etc.

Las políticas contenían planes de reconversión que atacaron las deficiencias que padecían sectores como el Siderúrgico, como el de la Construcción Naval y el Productor de Fertilizantes y planes de ajustes específicos que tocaban a ciertas empresas con problemas derivados de su difícil situación financiera y de la ineficiencia de sus procesos productivos.

Ya en 1989 el Grupo I.N.I. presentó muestras positivas de su recuperación por la creación de un nuevo esquema gerencial que le permitió: asimilar las nuevas técnicas de organización imperantes en el mundo; conseguir una coordinación de los distintos polos producti-

vos; inducir la formación de sub-grupos, consultando la naturaleza de los productos y las condiciones de los mercados de cada organización; buscar la liquidación de empresas improductivas o su privatización; en fin, poner en marcha todo un acopio de políticas y acciones, con el pleno respaldo del Gobierno, que permitieron que este Grupo mostrara utilidades de ochocientos millones de dólares en 1989.

El caso español, presentado por el doctor Sagués, nos invita a reflexionar sobre algunos puntos que, parecen admitir una comparación entre la apertura española con la que nosotros, en Colombia, hemos puesto a andar.

Ambas economías, la una frente a Europa y la otra frente al mundo entero, vivieron muy desentendidas de buscar una participación creciente en el intercambio internacional que mejorara su desarrollo industrial.

Los dos países jugaron con mayor o menor intensidad, al patrocinio de un crecimiento hacia adentro, apoyado en un proteccionismo nacionalista.

España empezó a despertar bajo el influjo de los vientos que empujaron la reconstrucción industrial del occidente europeo después de la Segunda Guerra Mundial; Colombia perseveró, adormilada, en el modelo de la sustitución de importaciones, que le produjo dividendos de crecimiento desde finales de la década del cuarenta hasta entrada la segunda mitad de los años setenta, y, a partir de allí y hasta ahora, se ha movido dentro de un moderado estancamiento.

Uno y otro país tomaron la decisión política de hacer la internacionalización de su economía. España tiene probada su perseverancia en esta dirección, basta atender el acopio de consideraciones hechas por el Doctor Sagués que demuestran cómo el Gobierno Español, sin reserva alguna, está llevando su propio grupo industrial al liderato de la abierta competencia internacional.

Nosotros tenemos que buscar la forma de perseverar inteligentemente en este empeño, superando los temores que nos asaltan, porque ellos obedecen más al riesgo de hacer una apertura mal hecha que a la seguridad que tenemos de lograr con ella el despegue de nuestro desarrollo.

Bien vale la pena insistir, en forma muy general, sobre ciertos medios que decidirán del buen suceso de este plan.

Incorporarse dentro de un proceso de integración económica mundial reclama, prioritariamente, un novedoso enfoque humano y social que se traduzca en una nueva disciplina de administración.

Pero esta cultura de la apertura no es tarea exclusiva para la empresa, lo es para los trabajadores y también para los gobernantes en el más amplio sentido de la palabra.

Si las empresas están difundiendo la pedagogía de "la calidad total" para sus empleados y trabajadores, el equipo gubernamental debe sumarse a esta preparación y los líderes sindicales también; porque las ventajas de este cambio están representadas en mayores valores para los salarios, para las utilidades, para los ingresos fiscales, en suma, para maximizar el flujo de los recursos que alimentan el desarrollo en todos sus frentes.

Ahora, graduar la apertura es colombianizar esta filosofía que cada día se globaliza más, es invitar permanentemente al Gobierno y a los trabajadores a concertar los cambios, los procedimientos, las metas y aún los resultados.

Sólo mediante esta disciplina sepultamos la cultura del "yo" contra los demás colombianos y matriculamos la de todos los colombianos contra el mundo entero.

A la manera como lo describe la sabiduría popular creo, que como vamos, vamos bien. Estamos buscando aumentar el volumen de nuestras exportaciones porque solo así aumentará la contribución industrial al crecimiento del P.I.B. Lo demuestra el hecho cumplido en el período 65 a 74 cuando crecimos las importaciones industriales en un 13.5% y obtuvimos una tasa promedio del Producto de 5.7%. Por contra entre 75 y 86 el crecimiento de las exportaciones industriales fue de 0.6% y el P.I.B. anduvo en el 3.9%.

Admitamos que la composición sectorial de nuestra industria manufacturera se ha mantenido muy estable en los últimos veinte años y afectada de una baja participación tecnológica, pero estos sectores tradicionales van a ser los protagonistas del aumento de las exportaciones en el inmediato futuro. Y a la vera de ese impulso, soportado por nuestra mano de obra y por nuestros recursos naturales, irán organizándose otros sectores industriales que contribuirán a nuestra expansión económica con nuevas tecnologías debidamente aclimatadas a nuestro medio.

Ya vamos detrás de nuestras ventajas comparativas para saltar por encima de nuestra demanda interna, en busca de nichos para nuestros productos en el mercado externo.

Ya iniciamos la medida de nuestra capacidad competitiva para recibir la oferta de los productos extranjeros y para satisfacer la demanda externa con nuestros productos.

Dígalo si no la serie de estudios que se han adelantado y que se

están adelantando para medir las condiciones de algunos de nuestros sectores industriales a la luz de la apertura.

El sector de cuero y calzado que representó un poco menos del 5% del valor agregado del sector manufacturero en 1988, cuadruplicó sus exportaciones en el período 85-88 con un valor para este último año de ciento treinta y siete millones de dólares. Está enfrentando la competencia externa por cuanto las importaciones de calzado se estiman equivalentes al 18% del consumo doméstico. En la producción hay comprometidos más de mil mataderos y más de dos mil seiscientos cincuenta firmas transformadoras que deberán superar sus deficiencias, originadas en la producción artesanal de pieles, en la proliferación de productos, en la falta de ingeniería industrial en sus procesos y en los obstáculos para el acercamiento a los mercados externos. Pero la proximidad a los mercados de los Estados Unidos y los precios competitivos de sus insumos le van a permitir su desarrollo.

En la agroindustria las frutas y los vegetales representaron el 2.05% del valor agregado del sector de fabricación de alimentos, infortunadamente en el 86 esta participación bajó al 0.5% .

Militan en favor de este sector la variedad de condiciones microclimáticas. En la actualidad hay 24 tipos de vegetales y 29 frutos en productividad. El programa para desarrollar frutos selectos de exportación en 1988 se extendía a 14 tipos de frutas que comprometían 8.200 hectáreas, equivalentes al 25% del área total plantada en frutas. La Comunidad Económica Europea absorbe el 70% de la exportación de frutas frescas y las frutas tropicales están penetrando con mayor facilidad que las otras frutas de producción mundial.

El sector siderúrgico ha podido: concretar sus eficiencias y sus ineficiencias, determinadas por su actual capacidad instalada; conocer las alternativas de dirigir sus inversiones para especializar una parte del sector a ciertos productos; evaluar las consecuencias de este plan de reestructuración. En el estudio resaltan las ventajas de las llamadas minisiderúrgicas, ventajas derivadas de sus niveles de productividad y de costos relativamente favorables respecto a plantas competitivas internacionales.

Las empresas para el ensamblaje de vehículos y autopartes han trabajado bajo el patrocinio de licencias de firmas extranjeras y dentro de la protección de barreras arancelarias, sin suficiente estímulo para mejorar tecnológicamente. Pero el viraje que internacionalmente recibió este sector por razón de la tecnología japonesa, abre oportunidades invaluable para su futuro. Los asesores internacionales que ana-



lizaron la eficiencia de esta industria la destacaron como potencialmente competitiva versus la importación de vehículos completamente ensamblados. Los productores de autopartes fueron aconsejados de orientarse, con algunas exigencias, al mercado externo de reposición.

El sector llanero tiene la certeza que mediante un mecanismo de concertación y a lo largo de un período relativamente corto pueda corregir las distorsiones que deformaron su estructura económica por razón de los controles de precios. Conseguida la normalidad tendrá competitividad interna frente al producto extranjero que llegue y externa para conquistar nichos de la demanda internacional particularmente en llantas convencionales y agrícolas.

Esta referencia, muy superficial, a los estudios ya terminados nos indica cómo se va desdibujando la prevención al cambio por la vía de la investigación, y cómo van surgiendo soluciones racionales para nuestras limitaciones. Hubo un camino para España, lo habrá para Colombia en cuanto acometamos la tarea, provocando sucesivos acuerdos entre las distintas fuerzas de la economía y entre éstas y el estado colombiano, para remover esas limitaciones, traernos retribuciones mucho más jugosas en el futuro.

Nos resta fortalecer la disciplina y alentar la perseverancia para conseguir, paulatinamente, el ambicioso objetivo que ya estamos buscando.

---

## ***TERCERA SESION***

***EL MANEJO MACROECONOMICO,  
LA APERTURA DE LA ECONOMIA  
Y EL SECTOR FINANCIERO***

# MANEJO MACROECONOMICO, CRECIMIENTO Y APERTURA: CONSIDERACIONES EN TORNO DEL CASO COLOMBIANO

*Alberto Carrasquilla Barrera\**

## INTRODUCCION

**E**l tema de la apertura económica contempla varios frentes de discusión entre los cuales la reforma comercial es solo uno de ellos. El gobierno ha sido explícito en plantear el debate en ese sentido. En adición a las reformas del régimen comercial, se han puesto sobre el tapete reformas al régimen cambiario, al régimen laboral y al funcionamiento del sistema financiero.

El punto de partida en torno del cual existe un amplio consenso, es que no es posible obtener tasas de crecimiento sostenidas del 5<sup>o</sup>/o o más sin modificaciones sustanciales en el modelo de desarrollo actual. Más controvertida es la idea de que las reformas contempladas van a permitir el logro de este tipo de resultado mediante la combinación de dos tipos de efectos. Primero, un efecto directo sobre la relación de ahorro a ingreso y por ende sobre las posibilidades de inversión y crecimiento. Segundo, un efecto sobre la eficiencia con la cual se canaliza la inversión. Al primero lo podemos caracterizar como un efecto de “nivel” y al segundo como un efecto de “tendencia”.

Una discusión sobre los efectos económicos de las reformas contempladas debe partir, consecuentemente, de separar los dos tipos de efectos para propósitos de análisis. Así, se pueden entender los efectos de “tendencia” como provenientes de una reasignación de los recursos de unos sectores a otros suponiendo una tasa de ahorro cons-

---

\* Subdirector Dpto. de Regulación Monetaria, Banco de la República. El contenido de este documento es atribuible exclusivamente al autor, quien asume la responsabilidad por las limitaciones de fondo y forma así como por las opiniones expresadas, las cuales no reflejan necesariamente la posición del Banco de la República. Agradezco las valiosas sugerencias de Sergio Clavijo y de Santiago Herrera a una versión anterior, las cuales ayudaron a mejorar sustancialmente el trabajo.

tante y los efectos de "nivel" suponiendo una asignación de los recursos esencialmente inmodificada.

Esta discriminación permite entender aisladamente los objetivos de la apertura. Así, la liberación comercial busca afectar la tasa de crecimiento directamente a través de una reasignación de recursos de unos sectores ineficientes a otros sectores más eficientes. La reforma laboral busca incentivar el uso eficiente del ahorro macroeconómico a través de reducciones en los costos directos e indirectos ligados a trabas existentes a nivel de los procesos de contratación. La reforma financiera busca, de otra parte, afectar la tasa de ahorro de la economía a través de incentivos cuyo fundamento básico es el incremento en el grado de eficiencia con el cual se intermedian recursos financieros internos. El propósito básico de la reforma cambiaría, finalmente, es permitir que las ganancias esperadas en el grado de eficiencia respecto del resto del mundo, tengan como contrapartida ganancias ágiles en materia cambiaría.

Si el paquete de apertura económica es exitoso debe lograr, entonces, dos propósitos básicos a mediano plazo. Primero, debe reasignar recursos hacia actividades más eficientes a través de las reformas comercial y laboral y, segundo, debe elevar la relación de ahorro a ingreso a través de la reforma financiera y cambiaría.

Este trabajo se concentra fundamentalmente en aspectos macroeconómicos relacionados con la apertura comercial. No obstante este sesgo, se empieza por discutir, en el contexto de un modelo estilizado muy sencillo, el tipo de interacciones que la apertura intenta establecer entre los sectores productivos, el sector financiero, el gobierno, el sector externo y el público en general. Se parte de supuestos muy ortodoxos respecto de la relación entre tasas de interés y ahorro, entre liberación comercial y cambio técnico y entre liberación de capitales y ahorro externo, entre otros, y se simulan algunas combinaciones de política económica en términos de sus efectos sobre la tasa de crecimiento.

La segunda parte empieza por una consideración muy simple basada en lo anterior; la apertura económica debe modificar, de una parte, la naturaleza del proceso de ajuste de la economía ante diversas perturbaciones macroeconómicas, y al mismo tiempo debe contribuir en la modificación de la naturaleza de su proceso de crecimiento de mediano y largo plazo. Así, la segunda parte se refiere al tipo de proceso de ajuste que ha tenido el país en términos generales en las últimas décadas, así como al tipo de crecimiento que ha experimentado.



Un eje básico del tratamiento que se hace de estos problemas se refiere al papel del sector externo en ambos procesos.

En las últimas dos partes se estudia la apertura comercial actual a la luz de dos tipos de consideraciones, primero el tipo de evidencia empírica que existe en torno de sus premisas básica y derivaciones lógicas (parte III) y luego sus efectos macroeconómicos iniciales (parte IV).

En conjunto el trabajo busca caracterizar con relativo orden los retos y el tipo de dificultades que el proceso de apertura económica introduce en términos del manejo de la política económica. Aunque las respuestas a las preguntas sugeridas en el análisis no son simples, el trabajo se centra en la idea de que hacia el futuro, lograr tasas de crecimiento sostenidas más altas es inconcebible sin modificaciones sustanciales en el régimen de funcionamiento de nuestra economía. Pese a considerar que la evidencia internacional es favorable a la estrategia del gobierno pero no inequívoca, y pese a la presencia de algunos problemas de manejo en su inicio, este trabajo apoya la naturaleza global de la apertura económica propuesta y sugiere áreas de investigación futura que ayudarán a aclarar algunas de las dudas expresadas.

## I. LA APERTURA ECONOMICA EN UN MODELO MINIMO

### A. INTRODUCCION

En esta sección se presenta un modelo sencillo de simulación en el cual el objetivo es estimar órdenes de magnitud para la relación entre el manejo de algunas variables de política económica y la tasa de crecimiento en un contexto de apertura económica entendida en el sentido amplio.

Las variables de control se dividen en dos grupos; variables de estabilización (VE) y variables de cambio estructural (VCE). Las VE son el déficit fiscal, el cual se financia con los recursos del crédito financiero, y la tasa de cambio nominal. Las VCE son tres; el control de cambios, el grado en que opera la represión financiera, y la política comercial.

Hay dos sectores comerciables, el primero produce bienes exportables y el otro produce bienes importables. Estos dos sectores utilizan un factor compuesto de producción que no tiene especificidades sectoriales. La gran diferencia entre los dos sectores es su tecnología. El sector de los exportables es más eficiente en el uso del

factor compuesto, aspecto que captura la esencia del argumento dinámico a favor de la apertura.

El crecimiento económico es la suma de los crecimientos en cada sector. Los precios relativos se ven afectados por medidas de política económica, básicamente en materia de tasa de cambio y aranceles, y los precios externos están dados exógenamente.

El sector financiero genera crédito de acuerdo al grado en el cual se restrinja su actividad; existe un índice de liberación financiera que guarda una relación directa con el volumen de crédito. Entre mayor sea el grado de control a las tasas internas de interés, menor el volumen ofrecido de crédito financiero. De otra parte, el crédito externo depende de un indicador de liberación en el flujo de capitales, entre mayores controles a la movilidad de capitales, menor el flujo neto de crédito externo neto. El crédito total se asigna al sector privado y al sector fiscal; el sector fiscal absorbe recursos en una magnitud dada por el tamaño del déficit fiscal, el cual, como se menciona arriba, es una variable de control.

Las consideraciones anteriores permiten formular el siguiente esquema mínimo. El producto total ( $Y$ ), en términos reales, es la suma del producto en el sector de importables ( $Y^m$ ) y en el sector de exportables ( $Y^x$ ).

$$(1) \quad Y(t) = Y^m(t) + Y^x(t)$$

El nivel de producción en cada sector es una función de la tecnología ( $a^i$ ) y el uso de un único factor de producción compuesto ( $K^i$ ):

$$(2) \quad Y^x = f^x(a^x, K^x)$$

$$(3) \quad Y^m = f^m(a^m, K^m)$$

El cambio en el nivel de actividad,  $dY$  está dado por:

$$(4) \quad dY = f^{x_1}(a^x, K^x) da^x + f^{x_2}(a^x, K^x) dK^x + f^{m_1}(a^m, K^m) da^m + f^{m_2}(a^m, K^m) dK^m$$

sin cambio técnico,  $da^x = da^m = 0$ ,

tenemos que:

$$(5) \quad dY = f^{x_2}(a^x, K^x) dK^x + f^{m_2}(a^m, K^m) dK^m$$

suponiendo que  $M = dK^x = -dK^m$ , es decir que hay un traslado

de  $M$  unidades del factor desde el sector  $m$  al sector  $x$ , tenemos que:

$$(6) \quad dY = M(b^{*x} - b^{*m})$$

con los coeficientes  $b^{*i}$  reflejando la productividad marginal del factor compuesto ( $b^{*i} = dY/dKi$ ). El producto real crece como función del diferencial técnico y de la magnitud del choque. Si el choque implica un nivel de desempleo de  $R^m$  en el sector  $m$  y un traslado de factores en magnitud  $R^x$  al sector  $x$ , con  $R_x < R^m$ , entonces se genera desempleo. En otra palabras, podemos reescribir (6) así:

$$(6A) \quad dY = b^{*x}R_x - b^{*m}R_m$$

con:

$$(6B) \quad R_x = R_m + D$$

y  $D$  midiendo el nivel de desempleo.

Para ilustrar la gran importancia del parámetro  $b$ , podemos mostrar que  $dY$  puede ser cero aun con desempleo positivo para diferenciales técnicos suficientemente altos. La ecuación (6A) se puede reescribir así:

$$(6C) \quad dY = (b^{*x} - b^{*m}) R_m - b^{*x}D$$

con lo cual podemos hallar una relación entre el diferencial técnico y la razón  $D/R^m$ , es decir la proporción del choque que se expresa como desempleo. Dicha función está dada por:

$$(7) \quad (b^{*x} - b^{*m}) / b^{*x} = D/R_m + dY/R_m b^{*x}$$

Las variables que ayudan en la minimización del costo de corto plazo de la apertura comercial son, en el modelo, el desarrollo del capital complementario necesario en la fase de expansión, la liberación de los mercados crediticios, y la liberación del mercado de capitales.

## B. EL SECTOR FINANCIERO Y LA LIBERACION

Liberación financiera equivale, en el esquema presente, al desmantelamiento de restricciones que impiden que la tasa de interés interna ajuste la oferta y la demanda de recursos crediticios. Esta diferencia

se logra mantener, a nivel macroeconómico, mediante controles administrativos y otros castigos al ahorro financiero. Aunque la evidencia no ha sido especialmente clara en mostrar una relación entre ahorro macroeconómico y tasas de interés<sup>1</sup>, el modelo presente parte del supuesto de que existe una respuesta positiva.

No existen muchos estudios sobre el grado de represión financiera en Colombia, aunque hay evidencia parcial de que los márgenes de intermediación pueden bajar en grado importante con ganancias aún modestas en eficiencia y competencia<sup>2</sup>. Formalmente, tenemos que en el mercado de crédito la tasa de interés se ajusta de la siguiente manera:

$$(8) \quad r(t) = r(t-1) + f [ C^d(t) - C^o(t) ]$$

con  $f'(\cdot) > 0$ , . El exceso de demanda está dado por:

$$(9) \quad C^d(t) - C^s(t) = f^{-1} [ r(t) - r(t-1) ]$$

con  $f^{-1}(\cdot) = 0$ , la tasa ajusta perfectamente las fluctuaciones, Con represión financiera, la ecuación (8) se convierte en:

$$(10a) \quad r(t) = r(t-1) + l(t) g [ C^d(t) - C^o(t) ]$$

con  $0 \leq l(t) \leq 1$  midiendo el grado de liberación, más alto entre más elevado sea  $l(t)$ . Invirtiendo la función:

$$(10b) \quad C^d(t) - C^s(t) = g^{-1} [ (r(t) - r(t-1)) / l(t) ]$$

o sea que incluso si  $f^{-1} = 0$ , es posible que  $g^{-1}$  sea positivo. El modelo supone una relación positiva entre  $l(t)$  y el crédito transado, lo cual supone represión inicial. La variable  $l(t)$  es exógena y la fija la autoridad.

## C. FLUJO DE CAPITALES Y CONTROL CAMBIARIO

En un mundo sin restricciones, el capital financiero fluye hacia aquellas economías en las cuales las tasas de interés compensadas por expectativas de devaluación y riesgo sean las más altas. Esto tiene un efecto que recoge la cuenta de capitales de la balanza de pagos. El control de capitales inhibe este proceso y permite que las tasas internas difieran, al menos a corto plazo, de las tasas externas compensadas<sup>3</sup>. Así, el control de capitales permite que la eco-

1. Ver, para Colombia, el estudio de Ocampo, Londoño y Villar (1988).

2. Montes y Carrasquilla (1986).

3. Incluso en un país con la larga tradición en materia de control de cambios que tiene Colombia, se ha encontrado que a largo plazo el coeficiente de compensación es muy cercano a la unidad.

nomía doméstica pueda, a corto plazo al menos, tener tasas de interés reales diferentes a las internacionales y al mismo tiempo observar un flujo de capitales nulo<sup>4</sup>.

La tasa interna está dada por  $r(t)$  y la externa por  $r^*(t)$  con lo cual el flujo no autónomo de la balanza de capitales es:

$$(11a) \quad dF_1 = f_s [ r(t) - r^*(t) - e(t) ]$$

con  $e(t)$  las expectativas de devaluación. Cuando hay control de cambios, se observa:

$$(11a) \quad dF_1 = k(t) f_c [ r(t) - r^*(t) - e(t) ]$$

donde  $0 \leq k(t) \leq 1$  mide el grado de control de cambios, más bajo entre más alto sea  $k$ .

El componente autónomo del flujo de capitales se hace muy simplista:

$$(12b) \quad dF_2 = a_k E(t)$$

con  $E$  la tasa de cambio.

Los flujos de capitales, por tanto, son la suma de  $dF_1$  y  $dF_2$ .

Con control de cambios, dichos flujos se comportan de tal forma que

$$(12c) \quad dF = dF(k; E, e, r, r^*)$$

con primera derivada parcial positiva. En adelante asimilamos este movimiento a una variación en el crédito externo.

#### D. POLÍTICA COMERCIAL

El modelo supone que la política comercial se efectúa a través de aranceles. De otra parte, se trabaja con el supuesto de que el arancel es homogéneo, afectando por igual a todos los sectores. Ambos supuestos son consistentes con los lineamientos del programa de modernización.

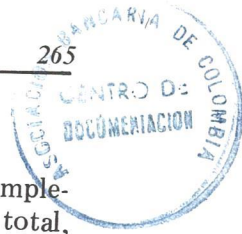
El nivel arancelario afecta la relación entre precios externos e internos de los bienes importables.

$$(13) \quad P_m(t) = EP^* m(t) (1 + \tau)$$

donde una reducción arancelaria, para precios del insumo fijos, hace caer la producción de importables y aumentar el desempleo. Como se menciona en la introducción se supone que  $\tau(t)$  es una variable de control.

---

4. Esta formalización es usada, por ejemplo, en Khan y Zahler (1983).



## E. POLITICA DE ESTABILIZACION

El déficit fiscal sirve, parcialmente, para financiar capital complementario ( $K_c$ ), vías etc. y se financia con recursos del crédito total, externo e interno.

$$(14) dK_c(t) = sDFIS(t)$$

con  $s$  midiendo la relación entre déficit y desarrollo de capital complementario. De otra parte, el déficit se financia con recursos del crédito total.

## F. SINTESIS Y ESCENARIO INICIAL

El esquema de la sección anterior consiste en las siguientes ecuaciones:

El empleo del factor único está dado sectorialmente por:

$$(15) Rm_t = Rm(dCP_t, de_t, dK_c_t, d\tau_t) \quad (K_c = \text{Capital Complementario})$$

$$(16) Rx_t = Rx(dCP_t, de_t, dK_c_t, d\tau_t)$$

mientras que el desempleo generado en  $t$  es:

$$(17) D_t = dRm(t) - dRx(t)$$

$CT$  es el crédito total, el cual es igual a la suma de crédito generado por el sistema financiero doméstico y crédito externo:

$$(17A) CT(t) = CX(t) + CI(t)$$

Se supone que el crédito interno sube con el grado de liberación financiera, aunque la elasticidad de corto plazo puede ser baja, así:

$$(17B) dCI(t) = CI(t, \beta_1)$$

con  $1(t)$  el índice de liberación financiera de la ecuación (10a) y  $\beta_1$  un parámetro de velocidad de ajuste. El cambio en los niveles de crédito externo depende del grado de control de capitales según se desprende de (11b). En términos generales,

$$(17C) dCX = CX(k_t, \beta_2)$$

con  $B_2$  un indicador de velocidad de ajuste.

Los usos del crédito se hacen por parte del sector privado y el sector público.

$$(18) CT(t) = CP(t) + CG(t)$$

El papel del crédito al sector público es la financiación del déficit fiscal:

$$(19) DFIS(t) = dCG(t)$$

Las ecuaciones anteriores definen el modelo mínimo. Ampliaciones al modelo incluyen la introducción explícita de tasas de interés al comportamiento financiero, las cuales están contempladas solo implícitamente; la introducción de un sector de no comer-

ciables y la desagregación de los sectores contemplados etc. Adicionalmente, una dirección de análisis es la introducción de efectos de demanda que, en conjunto, podrían modificar los efectos macroeconómicos de la devaluación y atar de manera más general la tasa de cambio y la dinámica fiscal<sup>5</sup>. Como está, por tanto, el modelo es una base para desarrollar otro más amplio.

Las funciones se suponen lineales en este ejercicio y los parámetros se basan en supuestos y resultados obtenidos en la literatura. Las formas específicas y los parámetros iniciales se consignan en el anexo. Partiendo de una situación inicial que contempla los parámetros y formas funcionales contenidas en el anexo, obtenemos que la tasa de crecimiento de la economía es de 4.1% y que no se genera desempleo dinámicamente.

## G. ALGUNAS SIMULACIONES TENTATIVAS

La primera simulación tiene que ver con la apertura comercial. Lo que sucede con ella es una caída en los precios relativos de los bienes importables y una consecuente salida del factor de producción hacia el otro sector. El sector de los exportables, a corto plazo, no absorbe la totalidad del desempleo generado en el sector de los importables. Sin embargo, cada unidad que sí logra absorber se vuelve más eficiente. Se supone que el diferencial técnico es de 100% entre uno y otro sector. A medida que este parámetro se reduzca, el efecto recesivo aumenta. Posteriormente se introducen ajustes en la política económica en otros frentes, la liberación de capitales, la liberación financiera y el manejo de la tasa de cambio y el déficit fiscal.

### 1. Apertura Comercial Pura.

Sin medidas complementarias, un incremento del 10% en el índice de liberación comercial baja la tasa de crecimiento de corto plazo de 4.1% a 3.5%. Una liberación del 50%, es decir, una reducción arancelaria a la mitad, reduce la tasa de crecimiento de corto plazo a 1.1%. Este es, precisamente, el tipo de costos a corto plazo que se discuten en párrafos anteriores. Pasamos ahora a examinar el efecto de una liberación comercial que se combina con medidas complementarias de política.

---

5. Ver, al respecto, Lizondo y Montiel (1989) quienes discuten diversos efectos contractionistas de la devaluación y Kahn y Lizondo quienes discuten la tasa de cambio real en su relación con regímenes fiscales alternativos.

## 2. Apertura Comercial con Liberación Cambiaria y Financiera

Aunque el modelo no es dinámico, por lo cual no puede entrar a discutir problemas de secuencia óptima, sí permite estudiar el efecto de liberación externa conjunta. Como se anota arriba, la liberación cambiaria se hace partiendo de un diferencial positivo para la tasa interna compensada por riesgo y expectativas de devaluación. En ese contexto, la liberación induce entradas de capital y expande la disponibilidad de crédito externo. Esto es expansionista en ambos sectores, y se supone que la elasticidad es igual en uno y otro caso. Nuevamente, el modelo no puede considerar, en su estado actual, problemas de especulación ni de represamiento interno de los recursos en moneda extranjera.

Partiendo de una liberación comercial del 15<sup>o</sup>o, simulamos grados alternativos de liberación de capitales en el contexto anotado. Mientras que sin modificaciones en el control de capitales la tasa de crecimiento es de 3.2<sup>o</sup>o, una liberación complementaria del 20<sup>o</sup>o en el grado de control de capitales la eleva a 3.4<sup>o</sup>o. El precario efecto se debe a que la liberación de capitales tiene efectos de tipo secundario, es decir filtrados por sus efectos a nivel de la generación de crédito, sobre los sectores de la producción. Cosa similar ocurre con la liberación financiera. En ese caso, la tasa de crecimiento de la economía pasa de 3.2<sup>o</sup>o a 3.3<sup>o</sup>o con una liberación financiera del 20<sup>o</sup>o.

Podemos concluir anotando que, en ausencia de interacciones con otras variables, la liberación comercial a través de su efecto de primer orden sobre las decisiones de producción en el sector de los importables, domina sobre procesos de liberación financiera y de capitales, aun bajo el supuesto algo discutible de que dichos procesos aumentan la disponibilidad de crédito. El efecto sería mas pesimista si se consideran juegos especulativos en los cuales los agentes mueven capitales en anticipo de variaciones en la devaluación futura partiendo de relaciones de equilibrio entre la tasa de cambio real y el déficit fiscal<sup>6</sup>.

## 3. Apertura Comercial y Devaluación

Si empezamos con una liberación comercial del 15<sup>o</sup>o y mantenemos inmodificada la estructura de los flujos financieros, el siguiente

---

6. Estas ideas se discuten en el contexto de la literatura sobre crisis de balanza de pagos introducida a la literatura por Krugman (1979).



ejercicio simula los efectos de una devaluación. Nuevamente, la tasa de crecimiento inicial es de 3.2<sup>o</sup>/o la cual contrasta con la tasa de 4.1<sup>o</sup>/o obtenible sin apertura.

El manejo de la tasa de cambio real es un problema macroeconómico de gran complejidad que va mucho más allá de la devaluación nominal<sup>7</sup>. El modelo, sin embargo, no puede en su estado actual derivar interacciones entre la política fiscal, la tasa de cambio nominal y la tasa de cambio real. Así que la devaluación se supone una variable de control con efectos reales. En el sector de los importables, la devaluación compensa el efecto arancelario y en el sector de los exportables eleva la rentabilidad en moneda doméstica. Su efecto es por ello claramente expansionista, en gran parte por cuanto no se modelan los efectos redistributivos y financieros contemplados, por ejemplo, en varios trabajos reseñados por Edwards y van Wijnbergen (1989).

Teniendo en cuenta los comentarios anteriores, se encuentra que una devaluación del 10<sup>o</sup>/o eleva la tasa de crecimiento del 3.2<sup>o</sup>/o inicial a 3.8<sup>o</sup>/o y que una devaluación del 13<sup>o</sup>/o lleva la economía a su tasa de crecimiento inicial. Una reducción arancelaria del 15<sup>o</sup>/o combinada con una devaluación del 13<sup>o</sup>/o dejan a la economía en su estado inicial. Aunque la dinámica de este resultado no se puede trabajar con el modelo en su versión actual, si cabe pensar que hay movimiento de factores hacia el sector más productivo en el ajuste, entre otras cosas por el efecto de la devaluación sobre las exportaciones.

#### 4. Política Fiscal

El déficit fiscal tiene dos tipos de efectos. Primero, absorbe una parte de los recursos del crédito total inhibiendo el flujo de crédito hacia el sector privado. Segundo, financia el desarrollo del capital complementario que el sector de los exportables requiere para absorber el desempleo generado en el sector de los importables. Su efecto, por tanto, es ambiguo.

Los efectos del déficit sobre el crecimiento económico son muy bajos en Colombia, según se desprende de un trabajo reciente<sup>8</sup>.

7. Ver, por ejemplo, el trabajo de Khan y Lizondo (1987) para discusiones sobre la relación entre devaluación nominal y devaluación real en escenarios fiscales alternativos. En el caso Colombiano, Herrera (1989) ha estudiado el problema encontrando un bajo nivel de sensibilidad de la tasa real a la nominal.
8. Carrasquilla y Rincón (1990), trabajo en el cual se examina la hipótesis de que un aumento de la deuda pública se compensa con mayor ahorro privado de tal forma que macroeconómicamente su efecto real es nulo. Se encuentra que esto no es cierto, pero que el efecto es extremadamente pequeño.

De otra parte, su efecto sobre la formación de capital complementario es importante. El modelo supone que la elasticidad es de 0.3, teniendo en cuenta la proporción de la inversión pública sobre el gasto total.

Partiendo de la tasa de 3.2<sup>o</sup>/o ya discutida anteriormente, un aumento de la deuda total del sector público del 20<sup>o</sup>/o reduce el crecimiento, en el modelo analizado, a 2.8<sup>o</sup>/o. Este efecto puede disminuir en la medida en que, para una tasa nominal dada, el déficit tiende a devaluar la tasa de cambio real (Herrera, 1989) lo cual es expansionista en el modelo presente.

### 5. El Papel de las Diferencias Tecnológicas

Hasta ahora se ha supuesto que el sector de los exportables es 100<sup>o</sup>/o mas productivo en el uso del factor único que el sector de los importables. La diferencia se mantiene gracias a la presencia de un sesgo de política. Si cambiamos este diferencial, los efectos son extremadamente importantes. En efecto, si los parámetros técnicos pasan de 0.2 y 0.4 en los sectores M y X respectivamente, a niveles de 0.2 y 0.5, la tasa de crecimiento con apertura pasa de 3.2<sup>o</sup>/o a 5.2<sup>o</sup>/o. Para recuperar la tasa inicial, el sector de los exportables debe pasar de 0.4 a 0.445.

El papel de las diferencias tecnológicas es de fundamental importancia. Aunque en su versión actual el modelo tomó los diferenciales como exógenos, sería muy deseable un desarrollo en el sentido de involucrar un componente endógeno.

### H. SINTESIS Y TEMAS DE INVESTIGACION SUGERIDOS

Como conclusión fundamental, el modelo permite aproximar de manera bastante intuitiva el tipo de interrelaciones que se desprenden del proceso de apertura económica. A corto plazo, existen razones justificadas para pensar que se presentan costos, fenómeno que es común a la mayoría de los modelos que estudian el proceso. En términos de dicho costo, las reformas financieras y cambiarias no son demasiado efectivas en minimizarlos. La razón es sencilla, mientras que la apertura afecta el precio relativo de manera directa, la política de liberación financiera y cambiaria afecta solo potencial-

mente la disponibilidad de crédito y a su vez, dicho efecto solo afecta parcialmente la inversión. Es de recordar la escasa sensibilidad del ahorro a la tasa de interés encontrada en varios países incluida Colombia. Cosa similar debe suceder con la relación directa entre liberación de capitales y crecimiento. Incluso en ausencia de procesos especulativos perversos a corto plazo<sup>9</sup>, dichas liberaciones tienen justificación por consideraciones que no tienen que ver con la minimización del costo de corto plazo. Incluso en varios modelos, estas medidas pueden tener efectos negativos.

En segundo término, el modelo ilustra la fundamental importancia del desarrollo técnico y sugiere la necesidad de estudiarlo a fondo, entendiéndolo como un proceso endógeno que responde tanto a la marcha del proceso de apertura como a factores ligados con la utilización de capital y con el crecimiento.

## II. SOBRE AJUSTE Y CRECIMIENTO EN COLOMBIA 1950—1988

### A. AJUSTE

#### 1. Introducción

Gran parte de la discusión de fondo en materia de política macroeconómica en economías abiertas, incluyendo los debates sobre apertura comercial y cambiaria, se relaciona con concepciones alternativas respecto de cual tipo de interrelación entre los balances internos y externos es la pertinente para efectos de estabilización y crecimiento a largo plazo. En otras palabras, las preguntas son del siguiente tipo: ¿cuál es la magnitud del efecto fiscal derivado de una perturbación externa? ¿Cuál es el efecto externo de una perturbación fiscal? ¿Cuáles variables endógenas se acomodan a lo largo del proceso que establece dichas relaciones? En qué sentido y magnitud lo hacen?<sup>10</sup>.

Un análisis simple de causalidad bivariada al estilo de Granger (1969) sugiere que perturbaciones a la cuenta corriente implican ajustes en diversos balances internos, mientras que, a su vez, solo perturbaciones en la inversión pública implican ajustes en la cuenta corriente (Cuadro 1).

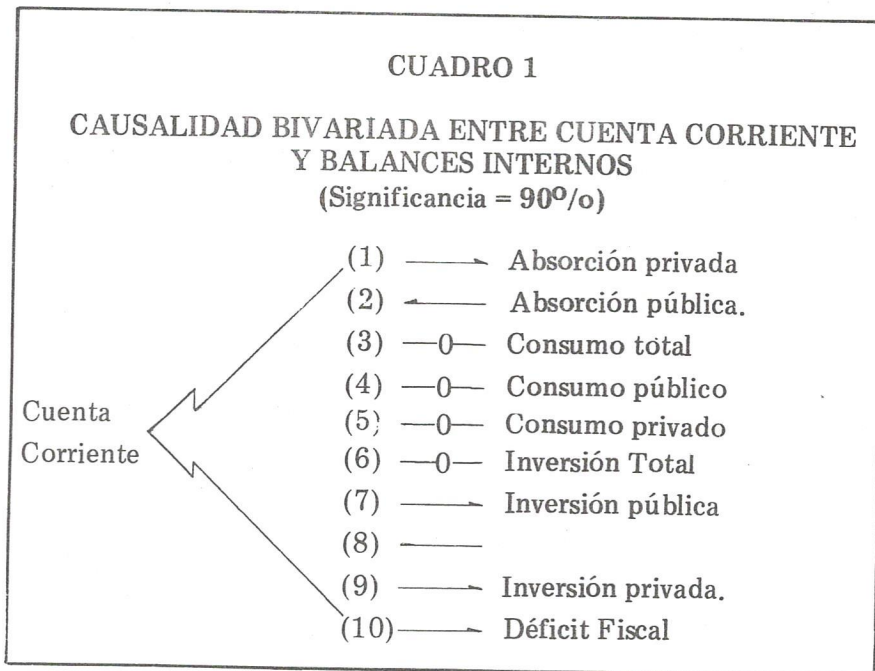
Además de las importancia de la cuenta corriente, se observa

---

9. Ver Edwards y van Wijnbergen (1989).

10. Esta es, claramente, la discusión que se inicia con los modelos de brechas en los sesenta.

cómo el sector público, al determinar el monto de su absorción afecta directamente la cuenta corriente de la balanza de pagos. La inversión pública explica lo anterior y va acompañada de un efecto a nivel del recaudo tributario de tal forma que no se presenta un efecto de variaciones del déficit fiscal sobre la cuenta corriente, aunque la dinámica externa si ha implicado compensaciones por la vía del déficit fiscal <sup>11</sup>.



Ahora bien, la caracterización anterior es ilustrativa pero no permite explicar, empero, la manera concreta en que la economía asimila las perturbaciones a nivel de las variables de ajuste que se mencionaban en la introducción. Ahora pasamos a analizar el problema en el contexto de un modelo más amplio que permite múltiples interrelaciones dinámicas.

11. Esto debe recoger el efecto de un consenso colombiano puesto muy claramente en la siguiente frase de Javier Fernández en 1982: "En circunstancias donde la economía experimenta tendencias recesivas imputables al debilitamiento de la demanda agregada, la mayoría de los economistas coinciden en que sería contraproducente intentar, a toda costa, equilibrar el presupuesto nacional" (pg. 16).

## 2. Teoría Básica

La naturaleza del ajuste fiscal—externo y las implicaciones macroeconómicas del mismo se han estudiado, usualmente, en el contexto del llamado modelo Mundell—Fleming ampliamente discutido en el texto de Dornbusch (1980)<sup>12</sup>. En su versión clásica, el modelo permite deducir que con perfecta movilidad de capitales, un shock fiscal tendrá efectos reales con tasas de cambio fijas y carecerá de dichos efectos con tasas de cambio flexibles. El mecanismo son los flujos de capital, los cuales están medidos en estos modelos por diferenciales en tasas de interés. Con tasas de cambio flexibles, el shock fiscal presiona las tasas de interés lo cual induce entradas o salidas de capital, afectando la balanza de pagos. Estos movimientos financieros presionan la tasa de cambio real e inducen una compensación al efecto inicial sobre la cuenta corriente, esta vez proveniente de la balanza comercial.<sup>13</sup>

El ajuste se produce, pues, por la vía de la tasa de cambio real. Con tasas nominales fijas, esto implica alteraciones en el nivel de precios, lo cual afecta los salarios reales y tiende a generar, de manera consecuente, mayor producción en equilibrio<sup>14</sup>.

Los mismos resultados se obtienen, a corto plazo, con el llamado modelo de portafolio que especifica una dependencia de los acervos de activos respecto de las tasas de interés y no una dependencia de los flujos de capital, como se hace en los modelos anteriores. A mediano plazo, sin embargo, si el shock fiscal implica mayor deuda externa, puede haber un deterioro real cuyo objeto es producir superávit comerciales y satisfacer la restricción de largo plazo (Sachs, 1982). El resultado de que se presente un superávit en cuenta corriente derivado de expansiones en el gasto público es obtenido también por Obstfeld (1981) con agentes maximizadores, ya que la caída del consumo sobrecompensa la expansión fiscal con el fin de generar superávit corriente e inducir mayor entrada de intereses por tenencia de activos externos, mayor ingreso nacional, y el mismo

---

12. Lo que ahora se conoce como el enfoque macroeconómico de las tasas de cambio; Dornbusch (1989). Otro trabajo interesante a este respecto es el de Marston (1985).

13. La magnitud del efecto sobre la tasa de cambio depende de la velocidad de ajuste en los mercados de bienes respecto de la velocidad de ajuste en los mercados financieros. Si las dos difieren, se presenta un sobreajuste cambiario "overshooting" planteado por Dornbusch (1976) y ampliamente estudiado después.

14. En un escenario puramente neoclásico, la baja en salario real induce mayores contrataciones hasta que la productividad laboral iguale el nuevo salario. Si la productividad marginal es positiva, se expande la producción.

nivel inicial de consumo. Si los gastos no son deficitarios y son temporales, Frenkel y Razin (1987) sugieren que se presenta un déficit en cuenta corriente.

### 3. Resultados<sup>15</sup>

En este ejercicio se estudian las relaciones entre déficit fiscal, balance externo, tasas internas de interés, devaluación real e inflación. Las preguntas básicas se refieren a la relación que el tipo de ajuste discutido guarda con la dinámica de aquellas variables que se plantean como centrales en la teoría económica. En esta sección se presentan los resultados del análisis por el método de vectores autoregresivos<sup>16</sup>.

#### a. Respuesta del Sistema ante Perturbaciones Externas

Nos ocupamos en primer lugar del siguiente problema; en el momento  $t = 0$  se presenta una perturbación en la cuenta corriente, dada por ejemplo, por un incremento en los términos de intercambio, que origina una mejora de \$10496 millones de pesos de 1975<sup>17</sup> en la cuenta corriente de la balanza de pagos, o sea aproximadamente 1.5% del PIB real del año 1989.

El efecto fiscal de perturbaciones en la cuenta corriente se presenta en el Gráfico 1A. La gráfica se lee de la siguiente manera: el incremento en cuenta corriente se produce en  $t = 0$ . Entre el momento  $t = 1$  y  $t = 4$  el efecto es hacia un superávit fiscal. Entre los momentos  $t = 5$  y  $t = 8$  se revierte esta tendencia y, finalmente, se tiende a generar un déficit a largo plazo equivalente al 1.4% del PIB real de 1989, o sea, prácticamente se acomoda, a largo plazo, el shock externo. Esta visión de acomodamiento a largo plazo se refuerza con lo ocurrido a nivel de los ajustes posteriores en la cuenta corriente de la balanza de pagos. El gráfico 1B ilustra lo que sucede con la cuenta corriente entre los momentos  $t = 1$  y  $t = 20$ <sup>18</sup>.

15. Las fuentes utilizadas tienen fuente DANE. Ver Carrasquilla (1990b) para una discusión.

16. La metodología en el caso concreto que nos ocupa está discutida en otro trabajo del autor Carrasquilla, 1990b. Ver Abell (1990) y Kearny y Monadjemi (1990) para estudios similares.

17. Esta cifra corresponde a una desviación standard de la serie de cuenta corriente. La medida de la serie es en pesos, para la conversión se usa la tasa de cambio promedio en el año.

18. Nótese que el shock de 1.5% ocurrió en  $t = 0$ , por lo tanto solo se grafica el componente endógeno del ajuste.

Se observa una cierta inercia asociada con las perturbaciones externas, efecto que se sostiene entre los momentos  $t = 1$  y  $t = 4$ . Entre  $t = 5$  y  $t = 9$  se produce un deterioro que implica que el efecto endógeno de largo plazo es nulo; es decir, el shock de 1.5% del PIB (de 1989) se mantiene a largo plazo.

En conjunto tenemos que el tipo de ajuste en Colombia ha sido el de sostener los efectos sobre cuenta corriente y el de acomodarlos a largo plazo mediante mayores niveles del superávit fiscal. Este efecto de largo plazo se produce en dos etapas, una de ganancia a nivel del ahorro producido por los efectos endógenos positivos a nivel de la cuenta corriente y el superávit fiscal y otra de deterioro, que comienza unos 4 años después de iniciado el proceso. Al cabo, se observa un mayor nivel de la cuenta corriente y un mayor nivel del déficit fiscal, siendo sus montos aproximadamente iguales al tamaño de la perturbación inicial.

La dinámica de la tasa de interés interna se presenta en el Gráfico 1C el cual supone que la tasa inicial ( $t = 0$ ) es 35%. Se presenta un incremento importante en la primera fase del ajuste, pasando a niveles del 38% y, tras un breve retorno a sus niveles iniciales, se observa un ajuste hacia los niveles de 38% a largo plazo.

La tasa de cambio real empieza en 100 en el momento del shock. Se produce una revaluación inicial importante que la ubica en 98 durante la primera fase del ajuste. Aunque su nivel de largo plazo no es claro en el ejercicio, se observa una tendencia a ubicarla en alrededor de dicho nivel, pese a importantes fluctuaciones en el proceso de ajuste. En efecto, la tasa de cambio real oscila entre 94 y 101.

Finalmente, a nivel de la tasa de inflación, que suponemos es inicialmente igual al 30%, se observa una presión inflacionaria inicial la cual tiende a revertirse en el mediano plazo. En la segunda parte del proceso de ajuste, sin embargo, la tasa de inflación sube a niveles de 37%. Así, en la primera fase la inflación se ubica alrededor de 32% y hacia el largo plazo se ubica en niveles de 37%.

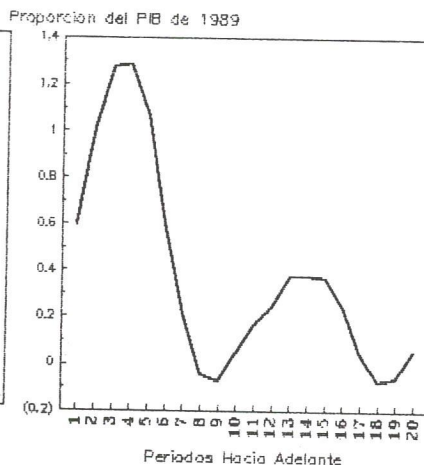
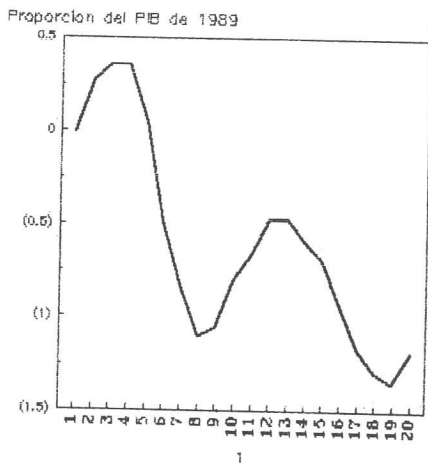
#### b. Respuesta ante Perturbaciones en el Déficit Fiscal

La pregunta que se discute en esta sección es la siguiente: si en  $t = 0$  el déficit fiscal se reduce en \$11,689 millones (de 1975<sup>19</sup>),

---

19. Esta cifra corresponde al valor de una desviación estándar de la serie en cuestión.

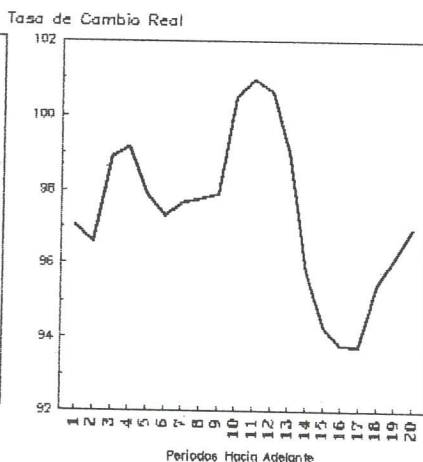
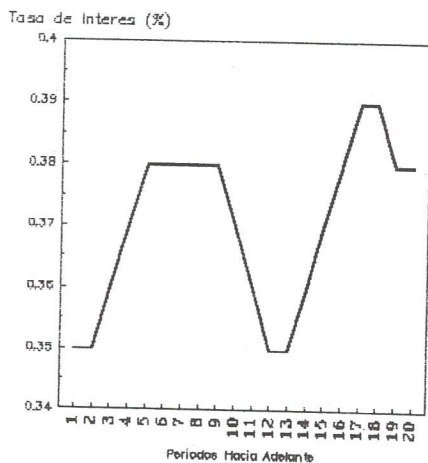
Gráfico 1.1 ("Shocks" a la Cuenta Corriente) **A. Respuesta Acumulativa Superávit Fiscal** **B. Respuesta Acumulativa Balance Externo**



Proporciones del PIB de 1989

Proporciones del PIB de 1989

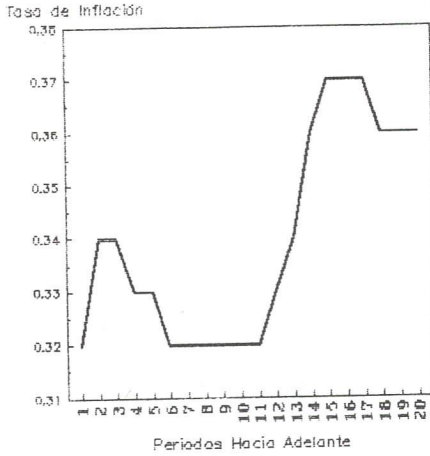
Gráfico 1.1 ("Shocks" a la Cuenta Corriente) **C. Tasa de Interés Nominal** **D. Tasa de Cambio Real**



En  $t=0$ ,  $TCR = 100$

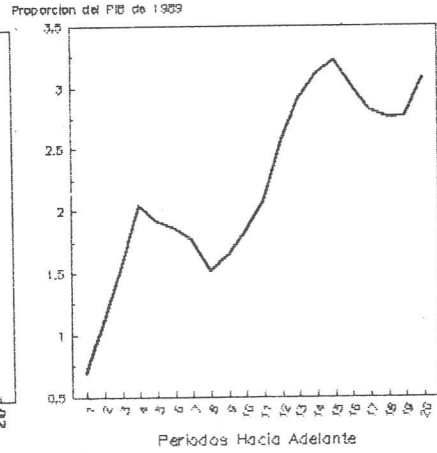


**Gráfico 1.1 ("Shocks" a la Cuenta Corriente)**  
**E. Tasa de Inflación**



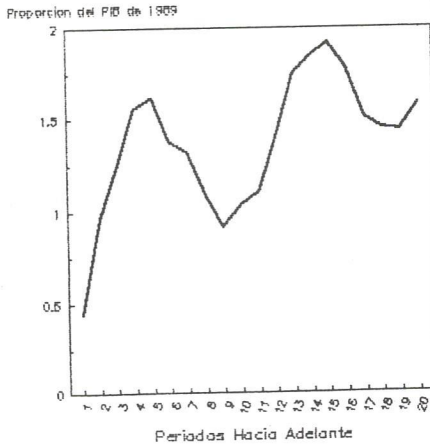
En t=0, INF = 30%

**Gráfico 1.2 ("Shocks" Fiscales)**  
**A. Respuesta Acumulativa Superavit Fiscal**



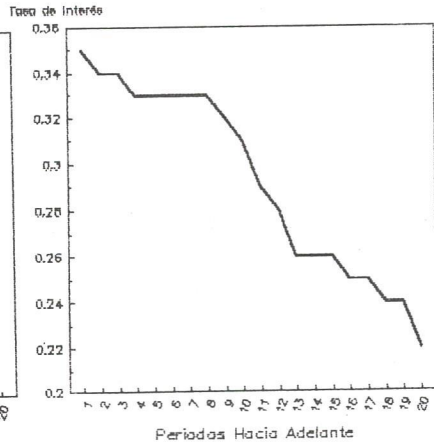
Proporciones del PIB de 1989

**Gráfico 1.1 ("Shocks" Fiscales)**  
**B. Respuesta Acumulativa Balance Externo**



Proporciones del PIB de 1989

**Gráfico 1.2 ("Shocks" Fiscales)**  
**C. Tasa de Interés Nominal**



El modelo afecta crecimiento y el Nivel se deduce posteriormente.

Gráfico 1.2 ("Shocks" Físicos)  
D. Tasa de Cambio Real

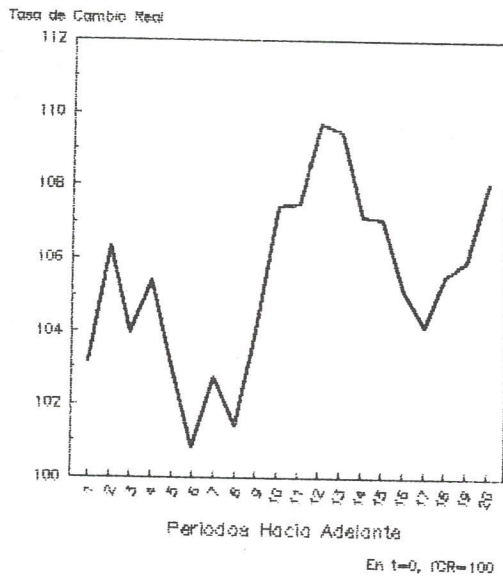
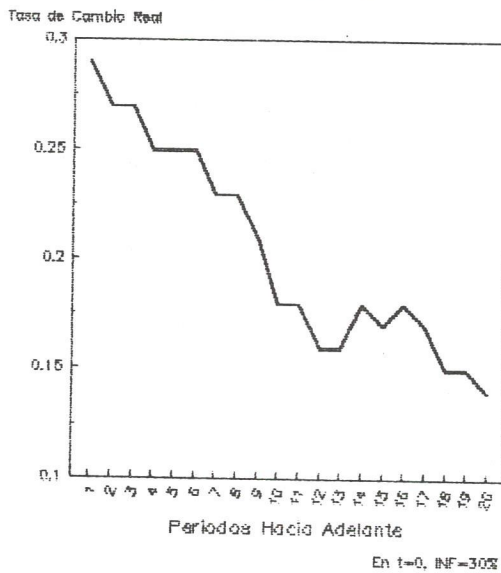


Gráfico 1.2 ("Shocks" Físicos)  
E. Tasa de Inflación



o sea en aproximadamente un 1.56% del PIB de 1989, ¿qué sucede con las variables de precio y con el balance externo entre  $t=0$  y el largo plazo?

Los gráficos 2A — 2E muestran la reacción de las variables macroeconómicas en cuestión ante este tipo de choque. El gráfico 2A muestra el efecto acumulativo del choque fiscal sobre el superávit fiscal mismo. Es decir, muestra los resultados de una dinámica endógena al sistema. Como se ve, en una primera fase el superávit alcanza niveles del 1.5% del PIB de 1989 para luego, en una segunda fase, ascender hasta niveles del 3%, el cual tomamos como referencia de largo plazo. Es decir, lo que sucede es que el shock inicial genera en Colombia mecanismos endógenos de perpetuación. En total, pues, el superávit será de un 4.5% del PIB de 1989.

Por el lado de la cuenta corriente de la balanza de pagos, se observa un ascenso del superávit importante inicialmente (0.5% del PIB), el cual se refuerza en la primera fase del proceso de ajuste. Esto implica que el balance interno ( $S-I$ ) cae inicialmente menos que el aumento del superávit fiscal. El efecto externo se estabiliza a niveles de largo plazo equivalentes a un 1.5% del PIB de 1989, es decir, en magnitudes reales similares a los asociados con la perturbación inicial.

En el nuevo equilibrio, observamos una ganancia en el ahorro fiscal equivalente al 1.5% de efecto directo mas un 3% de efecto endógeno, mientras que el superávit externo aumenta en 1.5% del PIB de 1989 a largo plazo. Por identidad, esto significa que el sector privado compensa el 3% de efecto fiscal endógeno mediante mayores niveles de ahorro neto.

La relación implícita entre ahorro privado y ahorro público generado en el proceso de ajuste se produce por diversos mecanismos. Como se muestra en el gráfico 2C, la tasa de interés nominal cae secularmente, lo mismo que la tasa de inflación, cuyo comportamiento se muestra en el Gráfico 2E. Aunque hay oscilaciones, la tasa de interés real tiende a ser constante a lo largo del proceso<sup>20</sup>. La tasa de cambio real, se devalúa inicialmente, alcanzando la devaluación un 6% , indudablemente debido al efecto endógeno del superávit fiscal, y presenta una tendencia posterior a la revaluación, pasando de niveles de 106 a niveles de 101 al final de la primera fase. En la primera fase del ajuste, es decir mientras el superávit externo oscila alrededor de 1% del PIB de 1989 y el superávit fiscal endógeno alrededor de

20. La tasa real inicial es 5%, alcanza un poco menos de 7% en  $t=20$ .



1.5% del PIB de 1989, la tasa real tiende a compensar su devaluación inicial. Posteriormente, cuando el superávit externo pasa a su nivel de largo plazo, y el superávit fiscal al suyo, la tasa real se devalúa en forma importante, llegando a niveles de 108 o más, para luego tender a estabilizarse, nuevamente, en niveles de 106.

### c. Síntesis

El cuadro 2 sintetiza los efectos de corto y de largo plazo sobre cada una de las variables del modelo, provenientes de las perturbaciones que hemos simulado en esta sección.

<b>CUADRO No. 2</b>										
<b><u>Síntesis de las Simulaciones de Impulso-Respuesta</u></b>										
<b>Efectos Sobre:</b>										
	Fiscal		C. Corr		T. Int.		Infl.		TCR	
	CP	LP	CP	LP	CP	LP	CP	LP	CP	LP
<b>Perturbación</b>										
Superávit Corriente	0.2	-1.5	1.0	0.0	38%	38%	33%	36%	98	96
<b>Superávit</b>										
Fiscal	1.5	3.0	0.5	1.5	32%	25%	25%	17%	102	106

### 4. Descomposición de la Varianza de los Errores de Predicción.

La siguiente pregunta se refiere a la composición de la varianza del error de pronóstico en términos del peso relativo de cada serie de innovaciones dentro de su valor. Tomando  $K=20$ , es decir proyectando el modelo 20 períodos hacia adelante e igualando la varianza en la serie de errores cometidos en el pronóstico a la unidad, obtenemos los resultados del Cuadro 3.

## CUADRO No. 3

Descomposición de la Varianza de los Errores de Pronóstico  
(K = 20)

	DFIS	BCC	Int	TCR	INF
DFis	.45	.23	.04	.08	.19
B. Cta. C.	.36	.39	.06	.05	.15
TInt	.27	.28	.19	.11	.14
TCR	.25	.14	.14	.41	.06
INF	.27	.16	.09	.28	.19

El Cuadro 3 se lee de la siguiente manera; el error cometido en los pronósticos de la variable DFis (Déficit Fiscal) consignados en la primera fila, por ejemplo, es igual a 1. Dichos errores se cometieron por no hacer uso de las 5 series de innovaciones ocurridas a partir del momento del choque. A su vez, el error se explica en un 45% por las innovaciones en la evolución del Déficit Fiscal mismo, es decir que las innovaciones ocurridas entre  $t=0$  y  $t=20$  en la variable DFis explican un 45% del error de pronóstico. En adición a ello, las innovaciones en la cuenta corriente explican un 23%, las innovaciones en tasa de interés un 4%, las innovaciones en la devaluación real un 8% y las innovaciones inflacionarias un 19%. Se concluye que, en términos generales, el déficit fiscal tiene un importante componente "autónomo" aspecto que complementa el importante efecto endógeno encontrado en las simulaciones de la sección anterior. De otra parte, es alta la participación de la cuenta corriente en dicho error, lo cual permite deducir, una vez más, la mutua interacción entre las dos variables en el proceso de ajuste.

Como resultado básico, se sugiere que hay una interacción importante y relativamente compleja entre el déficit fiscal y la cuenta corriente de la balanza de pagos. Adicionalmente, encontramos que la devaluación de la tasa de cambio real tiene un importante componente autónomo, e igualmente un importante componente fiscal. Es, de otra parte, especialmente insensible a lo que suceda en térmi-

nos de las innovaciones de la inflación, mientras que la inflación tiende a adecuar parcialmente innovaciones anteriores en la devaluación real. Conceptualmente, esto implica que la tasa nominal adecúa (ex-post) las innovaciones inflacionarias, pero que cambios exógenos en la tasa de cambio nominal no se reflejan enteramente en la tasa de inflación. Ha sido posible, en Colombia, devaluar en términos reales usando la tasa nominal mediante procesos de ajuste privado y público.

## B. CRECIMIENTO

### 1. Introducción

Pasamos a estudiar el problema del crecimiento a largo plazo en Colombia, distinguiendo los determinantes del crecimiento observado de los determinantes del crecimiento sostenido. Se parte de la siguiente concepción acerca del comportamiento del PIB; si la economía está creciendo a una tasa de 5<sup>0</sup>%, una perturbación puede subir o bajar dicha tasa. El efecto del choque inicial sobre el PIB puede tener un componente que nunca se revierte, originando una alteración en la tasa de crecimiento de largo plazo. Así, por ejemplo, un choque a la demanda nominal puede tener un efecto inicial sobre el PIB real el cual, se podría ciertamente argumentar, se revierte a largo plazo en un porcentaje inferior a 100<sup>0</sup>%. El crecimiento de largo plazo en un momento dado del tiempo es el resultado de la acción conjunta de los efectos permanentes de choques macroeconómicos ocurridos a lo largo de múltiples períodos anteriores.

Muchos trabajos recientes han mostrado que este es el caso en Colombia<sup>21</sup>. Así, el PIB "permanente" se puede entender como un flujo compuesto por la sumatoria, sobre un horizonte lo suficientemente largo, de los efectos permanentes de perturbaciones ocurridas en el pasado. Considerado así, el PIB observado será la suma del PIB permanente y de los efectos transitorios de perturbaciones pasadas que aún no se hayan revertido del todo.

La tasa de crecimiento sostenida puede ser entendida como la tasa de crecimiento del PIB permanente y sus determinantes bien pueden diferir sustancialmente de los determinantes del PIB observado. Usando la metodología de Beveridge y Nelson (1981) encon-

---

21. Ver Carrasquilla (1990c) para una síntesis de la literatura y una discusión metodológica.

tramos que el PIB sostenido evoluciona según la siguiente ecuación:

$$(20) dy^P = 0.0043 + (0.4037/0.6195) \mu^t$$

con  $\mu$  el proceso residual del modelo inicial y  $dY^P$  la primera diferencia del PIB permanente. Lo importante de la ecuación (20) es el hecho de que permite aproximar a un primer grado la evolución del PIB permanente en Colombia. La pregunta de fondo se refiere a los determinantes del crecimiento a largo plazo, entendidos acá como los factores que explican la tasa de crecimiento del PIB permanente. Esta es la materia de la siguiente sección.

## 2. Determinantes del Crecimiento a Largo Plazo.

### a. La Teoría Básica

La teoría neoclásica del crecimiento plantea como fuentes del mismo la expansión de los factores de producción (capital, tierra y trabajo) y el desarrollo técnico. En el contexto de estos modelos un incremento en la tasa de ahorro, y por ende en el acervo de capital y en la relación capital/trabajo no tiene por qué afectar la tasa de crecimiento de largo plazo. Literatura más reciente ha sugerido que el crecimiento se beneficia de factores tecnológicos endógenos (Lucas, 1988). El planteamiento básico de Lucas es del siguiente tipo; lo relevante en un modelo de crecimiento a largo plazo no es tanto el crecimiento de la fuerza de trabajo en términos de horas hombre, sino en términos de unidades de eficiencia. Así, una misma fuerza de trabajo, enfrentada a un mismo acervo de capital y tierra, puede generar más producto si es más eficiente. No es válido, de otra parte, argumentar que el cambio técnico evolucione independientemente de la trayectoria de la inversión. La calidad de la inversión, por así decirlo, afecta la productividad a largo plazo.

El análisis de tecnología endógena sugerido por Lucas ha dado pie a un amplio volumen de literatura empírica sobre el papel de factores asociados con la relación entre el tipo de cambio técnico sugerido y el proceso de crecimiento económico<sup>22</sup>. Entre los factores analizados se encuentran los siguientes; primero, la inversión en la

---

22. Véase, por ejemplo, el trabajo de Otani y Villanueva (1990) quienes estiman parámetros del tipo sugerido en los modelos de tecnología endógena para 55 países en vías de desarrollo entre los cuales se encuentra Colombia.

formación de capital humano<sup>23</sup>. Obviamente, entre mayor sea el componente de formación de mano de obra en la distribución del tiempo total, mayor será el cambio técnico generado endógenamente<sup>24</sup>. Segundo, quizás mas relevante para nuestro análisis, la dinámica del sector de exportaciones relativo al producto total. El argumento se basa en un modelo de dos sectores, con el sector de comerciables mas sujeto que el de los no comerciales a la transmisión internacional del progreso técnico. Si uno imagina el acervo de capital como dividido entre los dos sectores, un traslado de capital del sector de no comerciables al de comerciables, y por ende un aumento en la participación de los comerciables en el producto total, traerá el tipo de progreso técnico endógeno discutido arriba.

## b. Estimaciones Econométricas

### i. Regresiones simples.

Estimamos, en primera instancia, modelos explicativos mas o menos eclécticos en los cuales la tasa de crecimiento depende de las tasas de ahorro interna ( $S/Y$ ) y externa  $(M-X)/Y$ , del crecimiento poblacional, del crecimiento del comercio internacional, de la tasa de interés real, el cambio en la productividad total de los factores<sup>25</sup> la relación déficit fiscal /PIB y la relación base monetaria real/PIB.

La tasa de ahorro es una variable básica en los modelos neoclásicos de crecimiento endógeno, como se deduce del análisis contenido en los párrafos precedentes. El que tenga significancia implica la presencia de factores endógenos. En adición a los recursos provenientes del ahorro interno, la economía puede financiar acumulación de capital con recursos externos, generando un déficit en cuenta corriente<sup>26</sup>. Bajo la hipótesis de cambio técnico endógeno, el signo esperado en ambos casos es positivo; mayores tasas de ahorro

23. Un estudio reciente sobre la noción de capital humano, y otros aspectos sobre "calidad de vida" en Colombia, provisto de un interesante análisis cuantitativo, es el de Clavijo (1990a).

24. Lucas también discute el caso de técnicas que enfatizan aprendizaje en el oficio.

25. O sea el residual de Solow, partiendo de una función de producción Cobb-Douglas. Esta serie fue tomada de Clavijo (1990b).

26. Como, por identidad,  $(S-I) = (X-M)$ , debe ser cierto que si  $S < I$  entonces  $X-M$  debe ser negativo, con  $S-I$  reflejando el agregado de público y privado.



generan más capital y más crecimiento<sup>27</sup>. La expansión poblacional debe contribuir negativamente al crecimiento económico aumentando la presión sobre la producción.

Dado un acervo de capital y una tecnología, es claro que se podría generar un efecto perverso ya que la productividad marginal va en caída y el producto per cápita puede bajar, incluso con productividad marginal positiva, para tasas lo suficientemente altas de crecimiento poblacional. El crecimiento del sector externo es una aproximación al grado hasta el cual la economía doméstica, a través de sus sectores productores de bienes comerciables, está expuesta a la competencia internacional y se beneficia de los efectos de largo plazo provenientes de la misma; esencialmente, del desarrollo técnico, las economías de escala etc. Las variables fiscal y monetaria se

**CUADRO No. 4**  
**DETERMINANTES DEL CRECIMIENTO**  
(Estadísticos t)

Variable Independiente <sup>28</sup>	Cíclico	Crecimiento Permanente	Observado
Crecimiento Export.	2.41	1.04	2.22
Crecimiento Import.	1.42	0.82	1.25
Ahorro Ext. / PIB	-0.75	-0.18	-0.77
Ahorro Int. / PIB	-2.21	-2.16	-1.87
Déficit Fiscal	-2.27	0.86	-1.35
BASE	1.79	0.61	1.53
Tasa de Interés	-0.29	0.13	-0.91
Crec. Poblacional	-0.01	-0.76	-0.35
Cambios en productos	3.52	2.12	2.76
R <sup>2</sup>	0.78	0.51	0.79
DW	1.97	2.01	1.89
s (Q)	0.81	0.31	0.96

27. Estrictamente, como el déficit comercial debe ser cero a largo plazo, es decir la deuda se paga, el supuesto es que las divisas financiadas generan inversiones cuyo rendimiento sobrepasa el costo. Así, el efecto neto sobre el crecimiento es positivo.

28. Las variaciones son: crecimiento porcentual de las exportaciones, el de las importaciones, el crecimiento (o/o) poblacional, los cambios en la productividad total de los factores (Clavijo, 1990b), R = tasa de interés real (M. Carrizosa, 1987 y Carrasquilla y Rincón, 1990), DFIS = financiación total, sector público no financiero consolidado (García y Gutterman, 1987, Carrasquilla y Rincón, 1990) Base = Base Monetaria real (Carrasquilla y Rincón, 1990).



introducen con el fin de examinar el grado hasta el cual la política de estabilización afecta el crecimiento.

Estimamos, pues, las tasas de crecimiento (a) observada (b) de largo plazo y (c) cíclica, en función de estas variables. Los resultados se presentan en el Cuadro 4.

Primero, en cuanto a las variables asociadas con el sector externo, se encuentra que:

1. La expansión de las exportaciones afecta significativamente la tasa de crecimiento del PIB cíclico pero no afecta la del PIB permanente. Esto debe reflejar la incidencia de los períodos, de bonanza cafetera sobre el PIB cíclico estudiado, por ejemplo, por Cuddington (1986).

2. La expansión de las importaciones no ha tenido efectos sobre el crecimiento económico colombiano en ninguna de sus acepciones.

3. El ahorro externo ( $-CC/Y$ ) no tiene efectos significativos sobre el crecimiento económico.

En cuanto a los flujos internos, de otra parte:

4. El ahorro interno ( $S/Y$ ) tiene efectos negativos sobre el crecimiento<sup>29</sup> sugiriendo posiblemente la presencia de efectos endógenos (tipo Lucas) perversos o sugiriendo la importancia de la demanda agregada en la explicación de la actividad.

5. El déficit fiscal tiene efectos negativos sobre la tasa cíclica y efectos nulos a nivel del PIB de largo plazo.

6. La base monetaria, la tasa de interés de mercado en términos reales, y el crecimiento poblacional son irrelevantes en la explicación de las diferentes tasas de crecimiento en Colombia.

Finalmente,

7. El cambio en la productividad total de los factores es clave en la explicación de las diferentes tasas de crecimiento. Sin embargo, su efecto tiende a diluirse a largo plazo. Ello sugiere la hipótesis de que el efecto de un cambio técnico es apropiado solo parcialmente por la economía.

Aunque estas estimaciones son enteramente ad-hoc, sugieren temas de reflexión. Primero, el papel del comercio en la explicación de la tasa de crecimiento es precario y amerita más estudio. Segundo, los cambios en la productividad total de los factores (CPTF) afecta más el PIB cíclico que el permanente. Esto significa que el país no logra

---

29. Este sorprendente coeficiente sin duda se explica parcialmente por problemas de especificación. Entre otros, dicha tasa puede hacer endógena la variable CPTF. Su signo implicaría que la recta AA del gráfico 2.3 no sólo es horizontal, sino negativa.

sostener en el tiempo el efecto benéfico inicial del desarrollo técnico.

## ii. Cambios en la Absorción Asociadas con el Crecimiento.

En esta sección se utiliza el método llamado de Kuznets y Chenery<sup>30</sup>, recientemente replanteado por R. Ram (1987), el cual busca estudiar el grado hasta el cual durante el proceso de crecimiento se altera la composición de la absorción macroeconómica. Según Ram y los autores que cita, existe evidencia de que la participación del consumo en el PIB cae en el proceso de crecimiento económico mientras que al mismo tiempo la participación de la inversión sube y la del gasto total del gobierno cae.

Este tipo de análisis permite, entonces, aproximar de manera empírica el tipo de cambios estructurales que operan a lo largo del proceso de crecimiento. El aporte que se busca ofrecer en esta sección es la de discriminar entre cambio estructural en un proceso *sostenido* de crecimiento y cambio estructural en procesos de crecimiento con elevados componentes transitorios. Se separa la participación del gobierno en el PIB entre las partes correspondientes al consumo estatal y a la inversión pública.

Para obtener esta discriminación entre distintos tipos de procesos de crecimiento se utilizan las tasas de crecimiento permanentes y cíclicas derivadas anteriormente y se usan las participaciones de los cuatro componentes de la absorción doméstica dentro del total. La ecuación para cada componente  $j$  es:  
la siguiente (Ram, 1987):

$$(21) \quad A_j = \alpha_1 + \alpha_2 y + \alpha_3 y^2 + \alpha_4 N + \alpha_5 N^2 + \alpha_6 CC + \mu$$

donde  $A_j$  es la participación del componente  $j$  de la absorción total en el PIB, con  $j$ = Consumo Privado (CP), Inversión Privada (IP), Inversión Pública (IG) y Consumo Público (CG). La variable  $y$  es la

---

30. Ver Syrquin y Chenery (1989) para un análisis de los objetivos de las estimaciones.

tasa de crecimiento pertinente (permanente, cíclica),  $N$  es la población total y  $CC$  la participación de la cuenta corriente en el PIB. Todas las variables se toman en logaritmos naturales. Los parámetros  $\alpha_2$  y  $\alpha_4$  aproximan la relación entre la participación de cada componente de la absorción en el PIB y los procesos de crecimiento respectivo; el crecimiento global y la expansión poblacional. Los parámetros  $\alpha_3$  y  $\alpha_5$  permiten aproximar, para un nivel dado de la variable independiente respectiva ( $y$ ,  $N$ ), el efecto total sobre  $A_i$ <sup>31</sup>.

En su trabajo, Ram encuentra que el coeficiente  $\alpha_2$  para la ecuación del consumo total es negativo y para la inversión es positivo<sup>32</sup>. Esto se interpreta como asociado con pérdidas en la participación del consumo y ganancias en la participación de la inversión a lo largo del proceso de crecimiento. En el ejercicio que se presenta acá, se distinguió entre absorción (Consumo + Inversión) privada y pública y entre un proceso de crecimiento sostenido y otro provisto de componentes transitorios.

Los resultados referentes a la tasa de crecimiento observada se consignan en el Cuadro 5.

CUADRO 5  
ABSORCION EN EL PROCESO DE CRECIMIENTO  
TASA DE CRECIMIENTO OBSERVADA

(Estadísticos t)

	CP/Y	CG/Y	IP/Y	IG/Y
$y$	2.36	-0.26	0.81	4.16
$y^2$	-2.31	0.32	-0.65	-3.71
$N$	-0.54	0.44	0.05	-3.74
$N^2$	0.20	-0.37	-1.02	2.37
CC	-2.48	-1.29	-1.25	-3.12
$R^2$	0.79	0.93	0.81	0.88
DW	1.77	2.09	2.03	1.57
s(Q)	0.17	0.78	0.56	0.20

31. Ram (1987) presenta un cuadro que relaciona el efecto del ingreso, para varios niveles de ingreso, sobre la participación del consumo en el PIB.

32. El estudio de Ram se basa en información comparable para 115 países tomando promedios de corte transversal para la década de los 60 y de los 70.

Se observa un signo positivo y significativo para la variable de ingreso en la ecuación explicativa de la participación del consumo privado ( $t = 2.36$ ) y un signo poco significativo para el caso de la ecuación explicativa de la participación del consumo público en el PIB. Esto contrasta con los resultados de Ram, quien encuentra que es negativo. La inversión privada no tiene mucha dinámica en el proceso de crecimiento, aspecto que contrasta marcadamente con el caso de la participación de la inversión pública en el PIB. Esto refuerza los resultados respecto de la importancia macroeconómica de la inversión pública.

Mirando los resultados obtenidos usando la tasa de crecimiento de largo plazo o permanente, obtenemos los resultados del Cuadro 6.

**CUADRO 6**  
**ABSORCION EN EL PROCESO DE CRECIMIENTO**  
**TASA DE CRECIMIENTO PERMANENTE**

	CP/Y	CG/Y	IP/Y	IG/Y
y <sub>per</sub>	0.63	-1.89	0.23	1.08
y <sub>per</sub> <sup>2</sup>	-1.31	1.51	-0.13	-0.82
N	5.47	-1.28	1.17	0.95
N <sup>2</sup>	-2.73	1.76	-0.85	-0.89
CC	-2.41	-1.20	-0.92	-1.11
R <sup>2</sup>	0.76	0.93	0.80	0.80
DW	1.71	1.93	2.07	1.85
s(Q)	0.38	0.82	0.56	0.91

En este segundo caso, la participación del consumo público decrece en el proceso de crecimiento, en total acuerdo con los resultados de Ram. Ello sugiere una asimetría conceptualmente importante con respecto a la neutralidad observada al estudiar la tasa de crecimiento observada. La participación de la inversión pública pierde su estrecha relación con el crecimiento, sugiriendo que el tipo de asociación positiva anteriormente hallada es de tipo transitorio. Este hallazgo es bastante interesante y sugiere que la relación entre inversión pública y crecimiento es eminentemente transitorio. Más bien, se trata de una relación que se presenta en proceso de ajuste.

La conclusión de esta sección es que el proceso de crecimiento en Colombia ha sido acompañado de cambios estructurales ligados con

expansiones de la participación de la inversión pública y del consumo privado en el PIB. En la medida en que ambos efectos se asocian con pérdidas en la cuenta corriente<sup>33</sup>, la dinámica del crecimiento observado se liga, ex post, con déficit comerciales y no con mayores volúmenes de ahorro doméstico. Mirando la tasa de crecimiento de largo plazo, de otra parte, la relación muy positiva entre crecimiento e inversión pública se desvanece. Esto se puede deber, entre otras cosas, a que en el corto plazo es posible sostener un déficit en cuenta corriente, mientras que dicha posibilidad desaparece en el largo plazo.

Nuevamente, se observa una relación positiva entre la participación del consumo privado y el déficit en cuenta corriente sugiriendo que la ausencia de una relación clara entre el crecimiento y la participación del consumo, puede deberse a la existencia de una relación implícita y de corto plazo entre déficit en cuenta corriente y crecimiento económico. Este punto es parcialmente tocado en la siguiente sección, pero amerita más investigación, sobre todo a la luz de evidencia reciente que favorece la hipótesis del ingreso permanente en el país<sup>34</sup>.

### C. EL PAPEL DEL COMERCIO EN EL CRECIMIENTO: UN ENFOQUE DE PRODUCCION

El último ejercicio que hacemos parte de estimar la tasa de crecimiento económico como una función de dos cosas; las tasas de crecimiento factoriales, de una parte, y la tasa de crecimiento del comercio internacional, de otra. Este método ha sido utilizado recientemente por Moschos (1989). Lo que se captura en el coeficiente estimado para la tasa de crecimiento del comercio sería la parte del residual de Solow explicada por expansiones comerciales. En el ejercicio se examinó tanto la tasa de crecimiento observada como la permanente y la cíclica y se usaron tasas de crecimiento del stock de capital, la fuerza de trabajo y el comercio.

En el cuadro 7 se presentan los resultados de estimar una función de la tasa de crecimiento en términos de los crecimientos factoriales contemporáneos y de las exportaciones totales, todo en porcentajes.

El cuadro 7 sugiere que el poder explicativo adicional aportado por el crecimiento exportador se concentra en el crecimiento cíclico,

---

33. Nótese los coeficientes, cuyos  $t$  respectivos son, respectivamente,  $-2.5$  y  $-3.1$

34. Clavijo y Fernández (1990) y Carrasquilla (1990c).

**CUADRO 7**  
**COMERCIO Y CRECIMIENTO EN UN ENFOQUE DE PRODUCCION**  
**(Exportaciones)**

	dY	dYEPER	dYCICL
Const.	4.04	6.07	1.13
Crec. Trabajo	0.43	0.74	0.59
Crec. Capital	-1.16	-0.37	-1.67
Crec. Export.	1.40	-1.49	3.10
R <sup>2</sup>	0.22	0.21	0.60
DW	2.28	2.49	2.37
s(Q)	0.11	0.20	0.09

resultado que tiende a confirmar lo obtenido anteriormente. El crecimiento de largo plazo no tiene relación clara con la dinámica exportadora, incluso existe un signo negativo.<sup>35</sup>

En el Cuadro 8 se presenta el mismo tipo de ejercicio para el caso de crecimiento de las importaciones. En este caso el efecto sobre el PIB cíclico es muy importante y alcanza a verse reflejado en el observado; sin embargo, como en el caso anterior, no existe evidencia de que la expansión en las importaciones tenga un poder explicativo importante a nivel de la tasa de crecimiento de más largo plazo.

**CUADRO 8**  
**COMERCIO Y CRECIMIENTO EN UN ENFOQUE DE PRODUCCION**  
**(Importaciones)**

	dY	dYEPER	dYCICL
CONST.	4.28	5.68	1.26
Crec. Trabajo	0.13	0.62	0.13
Crec. Capital	-1.03	-0.28	-1.49
Crec. Import.	2.71	0.27	2.98
R <sup>2</sup>	0.33	0.16	0.58
DW	2.08	2.47	1.88
s(Q)	0.69	0.17	0.22

35. En su reseña sobre la literatura empírica, Helleiner (1990) sugiere que este no es un caso aislado.

Como se recordará, la relación entre crecimiento y la relación M/Y es nula; esto implica que inicialmente se presenta un efecto benéfico asociado con la expansión importadora, efecto que la economía no logra “apropiarse” a largo plazo a nivel de su ritmo de crecimiento.

### III. ALGUNOS TEMAS EMPIRICOS RELACIONADOS CON EL PROGRAMA ACTUAL

#### A. INTRODUCCION

En esta sección se discute el proceso de apertura comercial que inició recientemente el país, intentando señalar elementos de juicio sugeridos en los capítulos anteriores, e introduciendo a la discusión evidencia proveniente de la experiencia internacional respecto de algunas de las relaciones que la apertura busca establecer o modificar.

El punto de partida es el documento oficial al respecto, y en la discusión se subrayan los conceptos de “sostenibilidad” y de “gradualismo” los cuales juzgo como relacionados con la noción más amplia de consistencia macroeconómica. El reto de un proceso gradual de política económica es el de mantener armonía en dos frentes; manejar los instrumentos con una tendencia clara hacia el logro de los objetivos últimos del paquete, de una parte, y hacerlo de manera que se observe coherencia interna en cada momento del proceso de ajuste hacia dicho objetivo último.

#### B. EL PROGRAMA DE MODERNIZACION Y EL CONCEPTO DE APERTURA SOSTENIBLE

##### 1. El Diagnóstico Oficial

A mi juicio los elementos centrales del programa de modernización son los siguientes: Primero, la noción de que el proceso empieza en una economía “saneada” esto es, que la dinámica del gasto corresponde, globalmente, al ingreso de largo plazo de la economía colombiana<sup>36</sup>. Segundo, que comenzando con una economía saneada, el proceso será gradual. Tercero, que el gradualismo se hará de tal forma

---

36. Sorprende, en este sentido, que el gobierno haya diagnosticado una “grave crisis fiscal” (El Espectador, Septiembre 20, Pag. 7A) y esté embarcado, consecuentemente, en una política de estabilización muy activa en la actualidad. Para el lector incauto ello aparece como una contradicción. O no empezamos la apertura con una economía saneada y hay que sanarla antes de abrir, como lo plantea el programa de modernización, o no es necesario sanarla para abrir, con lo cual el programa aprobado está más diseñado.



que el proceso como un todo sea "sostenible" macroeconómicamente, es decir, que a lo largo del proceso se cumpla la condición de que la tendencia del gasto agregado no exceda la capacidad de la economía de generar ingresos presentes y futuros.

El diagnóstico empieza con la idea de que el esquema de desarrollo de las últimas décadas está agotado queriendo decir que es incapaz, a mediano plazo, de generar niveles satisfactorios para la tasa de crecimiento. Concretamente, se ataca el modelo de crecimiento "hacia adentro" basado en la sustitución de importaciones y se arguye a favor de una dinámica centrada en el crecimiento "hacia afuera" basado en las exportaciones<sup>37</sup>.

La expresión más concreta de los problemas aducidos se centran en el llamado "sesgo antiexportador" el cual se podrá definir como la razón entre la tasa de cambio real efectiva de las exportaciones y la tasa de cambio real efectiva de las importaciones<sup>38</sup>. Si dicha razón es unitaria, no existiría "sesgo" a favor de las industrias sustitutivas de importaciones, mientras que valores inferiores a uno indican el grado del sesgo.

El diagnóstico oficial caracteriza la economía colombiana como provista de un importante sesgo antiexportador<sup>39</sup> que atenta contra el desarrollo exportador, el cual a su vez, es implícitamente caracterizado como el sector que, por excelencia, puede aprovechar de los beneficios dinámicos de la competencia internacional. Estos beneficios que el país desperdicia, se refieren al desarrollo técnico y las economías de escala fundamentalmente.

## 2. Sobre los Efectos esperados de un Proceso de Apertura Comercial

Los argumentos básicos a favor de la apertura se basan en la idea de que existe una separación clara entre estrategias de desarrollo

---

37. Esta terminología está en gran parte fundada en el análisis del Banco Mundial. Un planteamiento representativo es el siguiente: "Una estrategia hacia afuera es aquella en la cual las políticas comerciales e industriales no discriminan entre producción para el mercado doméstico y para la exportación ni entre bienes domésticos e importados" (Banco Mundial, 1987; pág. 78).

38. Las tasas de cambio efectivas tienen en cuenta el conjunto de subsidios e impuestos asociados con las actividades importadoras y exportadoras (Krueger, 1984). En el contexto de economías provistas de restricciones cuantitativas. Posibilidad de sobrefacturación etc. dichos cálculos son onerosos.

39. El documento plantea que: "(...) pese a los mecanismos que tienden a neutralizarlo (Plan Vallejo), el sesgo antiexportador permanece vigente en la estructura económica colombiana".

“hacia adentro” y estrategias de desarrollo “hacia afuera”. Segundo, se basan en la idea de que la segunda estrategia implica tasas de crecimiento más elevadas a mediano plazo por cuanto es una estrategia “de mercado” y, tercero que el beneficio se liga con ganancias en productividad.

#### a. ¿ Separación Absoluta ?

La división entre estrategias hacia adentro y estrategias hacia afuera no es demasiado clara empíricamente y la separación de países entre los “orientados” en uno y en otro sentido tiene frecuentemente altas dosis de subjetividad. Una medida es la de calcular la razón de Exportaciones a PIB ( $X/Y$ ) y separar los países de acuerdo a su desviación particular respecto de una regla prefijada. Esto tiene, al menos, dos problemas. En primer lugar no se tienen en cuenta especificidades de cada país las cuales pueden implicar que un valor dado del índice en un país significa mayores esfuerzos de política que en otro país más naturalmente inclinado a exportar<sup>40</sup>. En segundo lugar la distribución de los valores que sirven para separar un conjunto de países respecto del otro, no tiene propiedades estadísticas conocidas y es enteramente arbitrario<sup>41</sup>. Comentarios similares merecen indicadores asociados con la relación entre exportaciones marginales y producto ( $dX/Y$ ) y entre importaciones y producto<sup>42</sup>.

Adicionalmente, aún aceptando que estos indicadores reflejarán adecuadamente el tipo de estrategias de desarrollo, la literatura es clara en sugerir que es muy difícil establecer relaciones econométricas significativas entre ( $X/Y$ ) y la tasa de crecimiento (McCarthy et al, 1987), aspecto que ya se vio en este trabajo para el caso colombiano. En adición a su poca significancia, cabe preguntarnos acerca de la *estabilidad* de dicha relación en el tiempo. Un coeficiente altamente

40. Chenery y Syrquin sugieren “normalizar” de acuerdo a como un país se relaciona con la razón ( $X/Y$ ) obtenida utilizando información proveniente de otros países de similar tamaño. Helleiner (1990) sugiere ampliar esta normalización para cobijar más características particulares.

41. Es incuestionable que una razón ( $X/Y$ ) de 0.3, por ejemplo, no tiene por qué ser significativamente diferente de otra de 0.8. Mientras no se tenga idea sobre la distribución estadística de la variable ( $X/Y$ ) es muy difícil aceptar puntos de ruptura como descripciones de algo más que una interesante curiosidad.

42. El Banco Mundial cataloga los países de acuerdo a un criterio sugerido por Greenaway. Al examinar la relación entre su clasificación y algunos indicadores macroeconómicos, el mismo Greenaway (Greenaway y Nam, 1988) anota que los resultados son más sugestivos que concluyentes, y que, salvo los casos extremos, la separación podría válidamente ser cuestionada.

volátil sugiere que la relación no es estructural y que es sensible a cambios en la orientación de la política económica.

Otras medidas que se usan para caracterizar cuantitativamente la naturaleza de la estrategia de desarrollo y la separación entre unos y otros países, son indicadores del "grado de apertura" los cuales intentan involucrar el conjunto de los mecanismos de intervención del estado en el comercio exterior. Un índice de este tipo es, por ende, extremadamente complejo de construir e involucra aún más subjetividad que los indicadores anteriores<sup>43</sup>. Adicionalmente, el índice descuida toda la estructura arancelaria y cambiaria, lo cual puede revertir enteramente la clasificación.

Medidas encaminadas a relacionar precios domésticos con los precios internacionales son extremadamente complicadas de elaborar, si bien es cierto que serían el indicador óptimo de orientación comercial<sup>44</sup>. Krueger (1984) anota las siguientes dificultades en la elaboración de estos indicadores.

1. la categoría específica de bienes a comparar es difícil de establecer;
2. los precios pueden ser altamente inestables;
3. la representatividad de los precios escogidos puede no ser adecuada;
4. la correspondencia entre precios y producción, tendiente a identificar coeficientes de insumo-producto indispensables en la elaboración de índices de protección efectiva es en extremo difícil de establecer;
5. muchas veces el precio de importación doméstico relevante no existe como es el caso de productos de prohibida importación.

Independientemente de estos problemas, se han hecho esfuerzos por elaborar medidas sobre la orientación de la política en el país y muestran un grado importante de sesgo<sup>45</sup>. Sería deseable profundizar en estos estudios, introduciendo series largas a la discusión, comparando con otros países y haciendo un seguimiento permanente del

---

43. Un ejemplo de los índices de liberación es la relación entre importaciones transadas en el régimen de libre importación respecto del total. Es conocido el hecho de que diversas importaciones se comportan como si fueran libres, aún estando en el régimen de previa, existiendo aprobaciones más o menos automáticas.

44. Leamer (1988) sugiere que una medición de los costos de la protección para arancelaria es imposible con la información disponible. El problema más importante que el discute es la simultaneidad de dicho régimen y el comportamiento del sector externo.

45. Schenone (1990) cálculo, para una muestra de 14 bienes, que sin plan Vallejo el sesgo alcanzaría 62.75%.

indicador con el fin de ir calibrando sectorialmente los instrumentos a lo largo de la transición hacia una economía más abierta.

b. ¿ Efecto de largo plazo?

La siguiente pregunta se refiere a la relación entre régimen comercial y la tasa de crecimiento de la economía. Un estudio amplio y representativo al respecto es el de Chenery et al (1986) quienes usan modelos de equilibrio general computable para una muestra de 9 países en el período 1950-75<sup>46</sup>. Dividen las simulaciones según régimen comercial; sustitutivo de importaciones, promotor de exportaciones y balanceado. El escenario de sustitución de importaciones se establece mediante el uso de aranceles y cuotas, mientras que los otros se establecen mediante el uso de una tasa real (efectiva) de cambio mas favorable a las exportaciones.

Los resultados en materia de tasa de crecimiento son los sugeridos por el argumento clásico; las tasas mas altas son obtenidas en un escenario de promoción de exportaciones, con tasas de cambio alineadas y precios internacionales para los bienes de capital, el mas bajo se obtiene en un escenario de sustitución de importaciones con bajo crecimiento en productividad y precios artificialmente altos para el capital.

Sin embargo, las diferencias son a todas luces triviales; en la estrategia sustitutiva la tasa de crecimiento promedio es de 5.70/o mientras que en la estrategia de promoción de exportaciones alcanza apenas un 6.50/o<sup>47</sup>.

Caballero, Ramírez y Rodríguez (1990) usan un modelo de EGC con 17 sectores para Colombia y encuentran que con un crecimiento grande en la inversión y optimismo en las variables externas, la diferencia entre el escenario de máximo encerramiento y el de máxima apertura es de 1 punto a cinco años (6.50/o vs. 7.50/o). Con un escenario externo mas pesimista, el margen desaparece. Es decir sugieren unas conclusiones para Colombia similares a las del estudio internacional anterior.

Es muy deseable evaluar este importante resultado en términos de su sensibilidad a factores tales como la especificación de las funciones

---

46. Una discusión de los modelos de EGC y su comparación con otros tipos de modelos multisectoriales utilizados en el análisis del proceso de desarrollo está contenido en el trabajo de Syrquin (1989).

47. Helleiner (1990) recuerda las limitaciones de un modelo de EGC y sugiere reflexiones que harían que estos diferenciales se redujeran aún más.

de producción, del sistema de demanda y el grado de movilidad de los factores<sup>48</sup>.

### c. ¿Más productividad?

Midiendo la productividad a partir del residual de Solow, el Banco Mundial (1987) sugiere que hay alguna evidencia a favor de la hipótesis de que períodos de sustitución de importaciones y por ende de sesgo antiexportador y políticas no neutrales, coinciden históricamente con períodos de escaso desarrollo técnico. Ello sugiere que entre mas neutrales las políticas en términos de la estructura de precios relativos, mayor apoyo al proceso técnico.

Pack y Westphal (1986) sugieren que la dinámica entre desarrollo técnico y políticas de promoción de exportaciones no son tan claras. En primer lugar, no es cierto que economías como la sur-coreana hayan exhibido políticas "neutrales" a lo largo de su proceso de industrialización y consecuente desarrollo técnico. Mas bien, ellos argumentan que dicha experiencia sugiere el papel fundamental del Estado en el proceso de industrialización. Segundo, sugieren que en lugar de surgir de una redefinición de los precios relativos, el desarrollo técnico surge de una interacción relativamente compleja entre el ritmo de la actividad económica, el tamaño y cobertura de los mercados y los precios relativos.

Havrylyshyn (1990), hace el examen mas exhaustivo de la literatura empírica que ha relacionado régimen comercial y ganancias en productividad en múltiples países. Anota como las conclusiones apoyan la idea de que hay una asociación positiva entre las dos variables. Sin embargo concluye que la relación es débil y está basada, en gran parte, en información cualitativa.

Chen y Tang (1990) estudiando el caso del desarrollo industrial de Taiwan encuentran una relación positiva entre el ritmo de crecimiento exportador y el desarrollo tecnológico. Sin embargo, encuentran que el ritmo de crecimiento del sector respectivo está mas ligado al proceso de auge técnico. En el caso colombiano, Echavarría (1990) ha mostrado, usando información compuesta de series de tiempo y corte transversal, que aunque el residual de Solow, o sea una medida del progreso técnico, se asocia claramente con la apertura y la competencia, su relación con el ritmo de actividad es mucho más importan-

---

48. Ramírez (1989) presenta algunas estimaciones de sensibilidad respecto del mecanismo de cierre, usando un modelo de EGC construido en el DNP.

te. Esto es especialmente cierto para el período 79-87 en el cual el papel de variables de apertura desaparecen completamente. Un resultado similar es obtenido por McCarthy et al<sup>49</sup> quienes ligan desarrollo técnico con utilización de capacidad en Colombia.

#### d. Conclusiones

Podemos concluir esta sección diciendo que tanto el diagnóstico como las hipótesis esenciales del programa de modernización son válidas en términos generales. Sin embargo, algunas de las premisas no son tan concluyentes empíricamente.

Primero, la definición misma de la estrategia en el proceso de desarrollo es relativamente compleja y las descripciones usualmente utilizadas solo son sugestivas. Segundo, una vez aceptada la separación entre regímenes comerciales, el incremento en tasas de crecimiento a mediano plazo es de menos en un punto porcentual para regímenes comerciales totalmente opuestos. Tercero, el proceso de auge técnico que media entre la relación entre apertura y crecimiento en los modelos convencionales existe pero se ha encontrado que es vago y que el desarrollo técnico está más relacionado con factores ligados al crecimiento global y no solo a la apertura y el crecimiento exportador.

Cabe pensar que la información sectorial e incluso temporal necesaria para despejar algunas de las dudas en el caso colombiano, va a ir surgiendo a medida que avance el proceso y es de extrema importancia recopilarla y utilizarla con extrema eficiencia.

#### IV. CONSIDERACIONES COYUNTURALES<sup>50</sup>

En ausencia de un bloque de información largo, el cual en gran medida se va a ir generando en el proceso mismo, el analista solo puede apropiarse información coyuntural y tratar de plantear conclusiones que sirvan como elementos de juicio y reflexión a mediano plazo. En esta sección se discute un elemento coyuntural que juzgo muy pertinente e ilustrativo en términos del concepto de consistencia adecuadamente enfatizado en el documento. En términos concretos, esta sección parte de la siguiente premisa: a lo largo de los últimos

---

49. Citado por Havrylyshyn.

50. Esta sección se basa en algunos de los resultados de varios documentos de trabajo internos al Banco de la República escritos por el autor entre diciembre de 1989 y julio de 1990. Las posiciones planteadas son totalmente personales y no reflejan la posición del Banco.

meses se ha venido observando un cambio de nivel en los agregados monetarios que se puede considerar, ya, como un cambio que no es meramente transitorio.

La coyuntura actual es especialmente compleja e interesante. La economía colombiana ha experimentado en los últimos meses perturbaciones importantes en la forma del inicio de un proceso que se ha entendido como gradual de apertura externa, una aceleración en el ritmo de devaluación nominal con importantes efectos, inicialmente al menos, a nivel de la tasa real y, al mismo tiempo, una aceleración inflacionaria sin precedentes en los últimos años combinada con elevadas tasas de interés nominales.

## A. ASPECTOS CONCEPTUALES

### 1. Tasa de Cambio, Precios y Ajuste Interno

Una manera de discutir el problema es planteando una identidad que se establece en términos reales:

$$(22) \quad (T - G) + (S - I) = (X - M)$$

o sea que el exceso de cuenta corriente, que se puede entender como la acumulación de reservas internacionales, es idéntico a la suma del superávit fiscal y el exceso de ahorro privado. Así, una acumulación de reservas refleja ahorro macroeconómico o exceso de ingreso sobre absorción. Si el déficit fiscal sube, debe caer el ahorro privado y/o caer el nivel de las reservas internacionales.

Ahora bien, la identidad (1) se puede expresar en términos nominales como:

$$(23) \quad p(D + I^*) = pC$$

con  $p$  un indicador apropiado de precios. Si suponemos que el exceso de inversión sobre ahorro está dado y que:

$$(24) \quad C = C(e)$$

con  $e$  la tasa de cambio real, definida como:

$$(25) \quad e = E/p$$

con  $E$  la tasa nominal, tendremos:

$$(26) \quad p(D + I^*) = pC(E/p)$$

así ante una variación en la tasa de cambio nominal,  $dE$ , habrá un ajuste en el nivel de precios que tienda a reestablecer la identidad. Si tomamos como exógenas las variaciones en los demás determinantes del déficit interno, esta variación está dada por:

$$(27) \quad dp = \frac{C'(e) - pDI_1}{pDI_1 + EC'(e)} dE$$

con  $DI = \text{Déficit interno} = (T - G) + (S - I)$  y  $DI_1$  expresa la sensibilidad de este déficit a la tasa de cambio nominal, el cual suponemos de signo positivo.

Un ajuste de la tasa nominal implicará ajustes de precios en ausencia de ajustes en otros frentes en magnitudes dadas por la ecuación (27). Es posible, por tanto, ajustar la tasa de cambio real solo si se dan ajustes, exógenos al presente sistema, en los déficit internos y externos. Así por ejemplo, si cae  $DI$  suficientemente, será posible que  $dp < dE$  con una devaluación nominal dada. En ausencia de este ajuste, la tasa real de cambio permanecerá inmodificada, sin importar el ajuste nominal.

## 2. Apertura y Tasa de Cambio

Un caso interesante se da cuando se anuncia una apertura cuyos efectos se expresan, inicialmente al menos, a través de una caída en el superávit externo. En un modelo muy sencillo, se puede ver que la consistencia macroeconómica implica, para un déficit interno dado, un ritmo muy preciso de devaluación real. Esto se puede mostrar de la siguiente manera; supongamos que las exportaciones son una función de la tasa de cambio real y las importaciones de la tasa real y de la estructura de protección:

$$(28) \quad X = X(e); \quad X' > 0$$

$$(29) \quad M = M(e, L); \quad M_1 < 0, \quad M_2 < 0$$



con E la tasa nominal, tendremos:

$$(26) \quad p(D + I^*) = pC(E/p)$$

así ante una variación en la tasa de cambio nominal,  $dE$ , habrá un ajuste en el nivel de precios que tienda a reestablecer la identidad. Si tomamos como exógenas las variaciones en los demás determinantes del déficit interno, esta variación está dada por:

$$(27) \quad dp = \frac{C'(e) - pDI_1}{pDI_1 + EC'(e)} dE$$

con  $DI = \text{Déficit interno} = (T - G) + (S - I)$  y  $DI_1$  expresa la sensibilidad de este déficit a la tasa de cambio nominal, el cual suponemos de signo positivo.

Un ajuste de la tasa nominal implicará ajustes de precios en ausencia de ajustes en otros frentes en magnitudes dadas por la ecuación (27). Es posible, por tanto, ajustar la tasa de cambio real solo si se dan ajustes, exógenos al presente sistema, en los déficit internos y externos. Así por ejemplo, si cae  $DI$  suficientemente, será posible que  $dp < dE$  con una devaluación nominal dada. En ausencia de este ajuste, la tasa real de cambio permanecerá inmodificada, sin importar el ajuste nominal.

## 2. Apertura y Tasa de Cambio

Un caso interesante se da cuando se anuncia una apertura cuyos efectos se expresan, inicialmente al menos, a través de una caída en el superávit externo. En un modelo muy sencillo, se puede ver que la consistencia macroeconómica implica, para un déficit interno dado, un ritmo muy preciso de devaluación real. Esto se puede mostrar de la siguiente manera; supongamos que las exportaciones son una función de la tasa de cambio real y las importaciones de la tasa real y de la estructura de protección:

$$(28) \quad X = X(e); \quad X' > 0$$

$$(29) \quad M = M(e, L); \quad M_1 < 0, \quad M_2 < 0$$

la apertura, en este esquema, consiste en un proceso de reducción de  $L$ . Ahora digamos que hay una base monetaria "deseada" cuyo nivel es  $B^d$ . Supongamos que se desea que la base no crezca, para simplificar. El cambio en la base observada es la suma de las variaciones las reservas, a su vez la suponemos igual a la cuenta corriente, y la expansión del crédito doméstico. Si el crédito doméstico no cambia, el nivel observado de la base es la sumatoria de todos los cambios en la cuenta corriente desde  $t = 0$ . Así:

$$(30) \quad db = X'(e) de - M_1(e, \alpha) d\alpha - M_2(e, \alpha) d\alpha + dCD$$

si  $db = 0$  en el óptimo, tenemos que:

$$(31) \quad [X'(e) - M_1(e, \alpha)] de = M_2(e, \alpha) d\alpha$$

más concretamente:

$$(32) \quad de/d\alpha = M_2(e, \alpha) / [X'(e) - M_1(e, \alpha)]$$

o sea podemos decir que para el intervalo de tiempo bajo consideración, si queremos que la base no crezca y en ausencia de efectos a nivel del crédito doméstico, existe una relación entre el grado de liberación ( $d\alpha$ ) y la devaluación real ( $de$ ) dada por:

$$(33) \quad de = d\alpha [E_{m\alpha} / (E_{k\alpha} - E_{m\alpha})]$$

con  $de$  = devaluación real entre 0 y  $t$ ;  $d\alpha$  = liberación arancelaria entre 0 y  $t$ ;  $E_{m\alpha}$  = elasticidad de las importaciones al arancel ( $< 0$ ),  $E_{x\alpha}$  = elasticidad de las exportaciones a la tasa de cambio real ( $> 0$ );  $E_{m\alpha}$  = elasticidad de las importaciones a la tasa de cambio real ( $< 0$ ). Si cae  $\alpha$ ,  $d\alpha < 0$ , debe subir la tasa de cambio ( $de > 0$ ). De otra parte la magnitud requerida para cumplir la meta monetaria depende de parámetros profundos de la economía, es decir, las elasticidades de distintas funciones de demanda.

### 3. La Coyuntura

Los dos puntos anteriores sugieren, de una manera sencilla y clara, que la relación de equilibrio entre el ritmo de apertura, el ritmo de

devaluación y el nivel de precios dependen de parámetros “profundos” de la economía los cuales no son necesariamente materia de política, sino de decisiones privadas. Adicionalmente, desviaciones respecto de lo indicado por otros parámetros, inducen el tipo de problema monetario sugerido en párrafos anteriores. Por eso la devaluación nominal implicará ajustes en la inflación y las tasas de interés cuando el ritmo de devaluación es superior al implicado por el ritmo de la apertura y los parámetros profundos de la economía.

En la coyuntura colombiana, y con el ritmo de devaluación y de apertura efectivamente observada, la economía transitó por una senda que implica mayor inflación que la del año anterior. El argumento de política es que la decisión de devaluar *antes* de que se presenten los efectos de la apertura comercial, fue una estrategia de política equivocada que reforzó el efecto de la incertidumbre asociada con su iniciación y ha implicado costos inflacionarios para el país, los cuales pueden ser muy difíciles de revertir.

Esto es especialmente cierto al observar que el costo total del desfase respecto de la política óptima, es una función directa del retraso en el efecto sobre las importaciones provenientes de los anuncios y las primeras medidas de apertura. Segundo, que la natural incertidumbre del sector privado respecto de la naturaleza y alcances de la misma hace muy viable pensar en que un retraso en los efectos sea muy racional desde el punto de vista del importador. El importador se enfrenta en efecto, con un proceso complejo de apertura, entre otras cosas por la situación de cambio de gobierno y por la presencia del mecanismo innecesario de las “encuestas arancelarias”<sup>51</sup>. En la medida de lo posible, le resulta ventajoso evitar los costos de intervenir inapropiadamente en el nuevo contexto<sup>52</sup>.

Contra esto, la tasa de cambio nominal se manejó como un criterio que presuponía una respuesta por parte de los importadores mucho

---

51. El mecanismo de encuestas fue diseñado para servir de vehículo al tránsito hacia una sustitución de instrumentos de protección. En primer lugar no es el único mecanismo (ver Tackacs, 1989 para un análisis comparativo) y segundo, la misma experiencia se ha encargado de mostrar que es posible pasar rápidamente a un esquema con más del 70% de las posiciones arancelarias en el régimen de libre importación.

52. En términos de teoría de juegos, se trata de una situación en la cual es racional esperar que algún otro intervenga primero ya que cada intervalo arroja información o señales la cual inicialmente, es muy alta.

más compatible con la experiencia histórica<sup>53</sup>. Más concretamente, se tendió a diseñar la política cambiaria con base en el efecto *esperado* sobre las importaciones proveniente de un cambio en la estructura de protección, sin tener en cuenta la posibilidad de cambios en el patrón de comportamiento del importador como respuesta al proceso de apertura mismo.

Si la hipótesis es cierta, deben ser ciertas dos cosas:

1. Existe una situación de exceso monetario;
2. Dicho exceso se origina en presiones provenientes del sector externo y no del sector fiscal, por ejemplo.

## B. LA EXPANSION MONETARIA CON INFORMACION CAMBIANTE

### 1. Exceso de Base

En esta sección se estima un modelo ARIMA para la base y se general pronósticos dinámicos. Una vez generado el pronóstico, se deduce la diferencia con respecto al valor observado y se toma dicha diferencia como una medida del "exceso" de base monetaria. Lo importante no es la magnitud tanto como el comportamiento en el tiempo de dicha variable.

El Cuadro 9 sintetiza las estimaciones. La primera columna muestra la Base Monetaria observada mes a mes durante el primer semestre

CUADRO 9  
EXCESO DE BASE CON INFORMACION CAMBIANTE<sup>55</sup>

	Base Obs.	Proy <sup>1</sup>	Proy2	Proy3	Proy4
Diciembre, 89	1150.3	992.9	1029.7	1059.3	1077.6
Enero	962.5	924.4	897.1	926.7	948.6
Febrero	972.4	930.1	907.9	937.6	960.0
Marzo	1007.9	966.9	889.1	918.9	941.2
Abril	994.6	941.6	946.8	976.7	998.7
Mayo	1020.5	959.6	947.5	977.4	999.1
Junio	1042.5	982.2	947.1	993.7	1015.1

53. Esto se observa al mirar las proyecciones iniciales de las importaciones y compararlas con las proyecciones actuales.

54. El modelo es:  $(1-L)(1-1^2)Bt + bB(t-1) + (1-C_1L-C_2L^2)\mu_t$

de 1990. La columna 2 muestra la proyección utilizando la información disponible en junio de 1989, la 3 muestra las proyecciones que utilizan la información a diciembre de 1989, la columna 4 usa información hasta marzo de 1990 y la última columna usa toda la información.

La característica fundamental que muestra el cuadro es que, independientemente de la información utilizada, hay una subestimación sistemática. Esto es debido a la presencia de perturbaciones no capturadas por la especificación del modelo durante el período de estimación. En segundo término, salvo en el caso de la incorporación de la información del segundo semestre de 1989, adicionar cifras aumenta los valores estimados. Por ejemplo, al incorporar las cifras del primer trimestre de 1990, la proyección para junio pasa de \$947.1 mm a \$993 mm. Esto indica que el modelo asimiló perturbaciones ocurridas durante ese trimestre y dicha información implicó reajustes de 4.8% en la proyección de junio.

Esta información permite plantear que los ritmos de crecimiento de la base monetaria observados en el primer semestre y presentes aún a finales de septiembre, los cuales alcanzan con frecuencia niveles del 30%, no tienen antecedentes claros en los últimos años. Esto es evidencia a favor de la parte (a) de la hipótesis. Segundo, el exceso de base se ha ido incorporando en las proyecciones en la medida en que pasamos de errores de \$60 mil millones usando información de junio 1989, a errores de \$27 mil millones usando las cifras disponibles en junio de los corrientes.

Mi interpretación es que los agentes económicos han venido asimilando los excesos a nivel de sus demandas por activos líquidos. Este incremento es consistente con la experiencia de países en los cuales se acelera el ritmo inflacionario. Este incremento se fundamenta, a mi juicio, en mayores expectativas de inflación y una rigidez a corto plazo en las demandas por saldos reales.

## 2. ¿Qué explica el Exceso de Base?

Si las variaciones de la base se miden como la suma de sus fuentes, es posible interpretar los excesos de base como una función de dichas variaciones en fuentes. Tomando el exceso de base como el error de proyección proveniente del modelo estimado para el conjunto de la muestra, y corriendo dicho error contra las diferentes fuentes de variación, tendremos alguna claridad sobre el origen de los excesos. Específicamente, estimamos:

$$(35) \quad dB = dFAVI + dFIS + dEXT + dDEP + dOMAS + ERR$$

$$(36) \quad B^* = f(dFAVI, dFIS, dEXT, dDEP, dOMAS) = \text{exceso de base}$$

En (35) se toman las variaciones en el saldo neto del FAVI ( $dFAVI$ ), la variación en los depósitos de la tesorería en moneda nacional ( $dFIS$ ), el incremento en reservas internacionales neto de contrapartidas ( $dEXT$ ), la variación en depósitos previos y de giro ( $dDEP$ ), la variación en el saldo de OMAS ( $dOMAS$ ) y un término de error que incorpora fuentes no contempladas. En (36) cada coeficiente mide el efecto de la fuente respectiva sobre el *exceso neto* de base monetaria. A partir de la identidad (35) es claro que un coeficiente diferente de cero en (36) significa que hay vinculación entre la fuente respectiva y el exceso de base.

Por supuesto, existen interacciones entre las fuentes que tienden a sesgar los coeficientes, pero esto no es preocupante. Por ejemplo, si el FAVI expande y suben las omas,  $B^*$  tenderá a moverse únicamente en función del neto de los dos ajustes, y la relación entre FAVI y  $B^*$ , de un lado, y entre omas y  $B^*$  del otro, tenderá a ser significativa solo en la medida en que la compensación sea parcial. Las posibles colineaciones entre variables es un problema real; al excluir el término de error contenido en (3.13), las compensaciones tienden, sin embargo, a distribuirse entre el componente estocástico y las variables explicativas<sup>55</sup>.

Para la muestra en su conjunto, los estimadores se consignan en el Cuadro 10. El Cuadro ilustra la importancia del FAVI y del efecto externo en la evolución de los excesos de Base entendidos de la manera anotada. Como se ve, lo más notorio en la alta significancia del FAVI (entre más expansivo, mayor exceso de base) tanto contemporáneo como rezagado un mes. En segundo término, es muy notoria la influencia del efecto externo a nivel contemporáneo; si las reservas, netas de contrapartidas suben, hay un efecto notable en el exceso de base.

Este cuadro nos permite plantear que lo fundamental en términos de la explicación, del exceso de base son los efectos monetarios del FAVI y los provenientes del sector externo. En la medida en que tomemos el efecto FAVI como fundamentalmente endógeno, es decir, como evolucionando de acuerdo a los excesos de liquidez

55. Una posibilidad es estimar con técnicas de Ridge, lo cual no se hizo en este documento.



**CUADRO 10**  
**COEFICIENTES Y ESTADÍSTICOS DE LA ECUACION (8)**

$$R^2 = 0.469 \quad \text{RBAR}^2 = .397$$

DURBIN-WATSON 1.70

No.	Variable	Rezago	coeficiente	Error St.	Estadístico T
1	Estacional	0	.197E +08	0.10E +08	1.89
2	Cr. Favi	0	.55	0.095	5.77(*)
3	Cr. Favi	1	0.19	0.09	1.97(*)
4	Cr. Externo	0	.61	0.21	2.83(*)
5	Cr. Ext.	1	0.16	0.22	0.76
6	Cr. Fiscal	0	-0.12	0.085	-1.39
7	Cr. Fiscal	1	0.044	0.088	0.49
8	Cr. OMAS	0	-0.082	0.098	-0.85
9	Cr OMAS	1	-0.069	0.88	-0.79
10	Cr. Dep. Prev.	0	.041	0.04	1.02
11	Cr. Dep. Prev.	1	-0.035	0.46	-0.68

(\*) Significativo al 95% o más.

como se discute en otro documento<sup>56</sup>, tenemos que la principal fuente de perturbación a las proyecciones ARIMA es la dinámica del sector externo, lo cual demuestra la parte (B) de la hipótesis<sup>57</sup>.

### 3. Conclusiones

El análisis de esta sección permite plantear las siguientes reflexiones sobre los efectos coyunturales de la apertura actual, los cuales pueden servir para reflexiones posteriores de más largo plazo:

1. Existen razones conceptuales para ligar el ritmo de devaluación de equilibrio con el ritmo al cual se expresa efectivamente la apertura en la cuenta corriente. Desviaciones respecto de una razón de equilibrio implica efectos monetarios e inflacionarios en ausencia de compensaciones adicionales.

2. El inicio del programa de apertura en Colombia coincide con una aceleración en el ritmo de la devaluación nominal justificado con

56. Carrasquilla, A. y E. Fernández (1989).

57. Esto no significa que el sector fiscal no tenga efectos, lo que dice es que sus perturbaciones son más anticipables.

el argumento de que una economía más abierta requiere una mayor tasa de cambio real.

3. Rezagos en la expresión macroeconómica de la apertura respecto del ritmo de devaluación han implicado efectos monetarios importantes. Estos retrasos son racionales ante el clima de incertidumbre en el cual se inició el proceso y frente al clima "de aprendizaje" en el cual se desarrolla en el primer semestre.

4. Usando modelos de proyección univariados, se encuentra que a medida que se incorpora más información al modelo, las proyecciones monetarias, sistemáticamente suben. Entre tanto, la variable que llamamos "exceso de base" cae. Esto se interpreta como un fenómeno de expansión de la demanda por saldos líquidos nominales, expansión que valida mayores expectativas de inflación con demandas reales relativamente constantes a corto plazo.

5. Durante el primer semestre el papel del efecto externo en la explicación del exceso de base, aunque todavía significativo, tendió a caer, en buena medida por cuanto se fue volviendo más predecible, aspecto que se expresa en la estabilidad de las reservas internacionales.

Esto implica que la fuente de expansión es el sector externo, alimentado por incertidumbre en cuanto el manejo de la política comercial y por una sobredevaluación. El aumento en el déficit respecto de proyecciones iniciales se explica en gran parte por la substitución de ingresos tributarios provenientes de las importaciones, incluido el ingreso arancelario neto de exenciones, el IVA y el sobrearancel, las cuales son un componente muy importante de los ingresos totales.

Este proceso expansivo no debe continuar así por mucho tiempo. La mayor apertura de la economía, reflejada en el contenido de las múltiples reformas arancelarias, en el incremento notorio de los ítems en libre y en la reducción del sobrearancel, va a implicar una respuesta importante en las importaciones. Este cambio, de una situación expansionista como la observada durante el final de 1989 y los primeros 9 meses del año en curso a otra de tipo contraccionista, se debe manejar con un criterio de simetría muy claro. En primer lugar, no habría mayor error en materia de política que modificar los logros notables en materia de la estructura de protección que se logró en la fase expansionista. En segundo término, se debe ejercitar la política cambiaria con decisión. El error de manejo observado en la fase expansionista no se debe cubrir con un error en sentido inverso en la fase contraccionista. El ritmo de devaluación, en la nueva conjuntura, debe ser, ahora sí, alto y sostenido. Contrario a sus efectos



durante la primera fase, esta política no tiene por que ser inflacionaria. Tercero, el exagerado nivel de OMAS y el considerable repesamiento fiscal que ajustaron (parcialmente) la importante expansión de la primera fase, se deben liberar con celeridad.

En conjunto, la cuarta parte del trabajo buscó mostrar que los *anuncios* relacionados con un proceso de cambio de la magnitud del que estudiamos, quizá inicialmente más aún que las medidas mismas tendientes a lograrlo, generan acomodaciones racionales posteriores. Estas acomodaciones reflejan la manera compleja en que bajo un régimen de gradualismo se vinculan las variables de decisión macroeconómica y de política<sup>58</sup>. En el futuro, dentro del contexto de un proceso gradual de apertura comercial, cambiaria y financiera, creo firmemente que esta interrelación será cada vez más delicada.

## V. CONCLUSIONES

La apertura económica busca afectar la tasa de crecimiento directamente mediante ganancias en eficiencia obtenidas a través de las reformas comercial y laboral, e indirectamente mediante incrementos en la tasa de ahorro obtenidas a través de la reforma financiera.

La apertura comercial tiene costos de corto plazo cuyos efectos se ven reducidos mediante el manejo cambiario. La reforma del sector financiero y del control de cambios no son muy efectivos en reducir este tipo de costos ni deben ser usados con ese propósito. Su utilidad y fundamental importancia se refieren, más bien, a consideraciones ligadas con la tasa de ahorro de la economía y con su canalización hacia el sector productivo.

En conjunto, la apertura debe modificar la naturaleza del proceso de ajuste inhibido por la economía así como la naturaleza de su proceso de crecimiento. Los factores que tienden a endogenizar la dinámica fiscal en el proceso de ajuste deben ser eliminados. Los beneficios de corto plazo derivados del auge técnico y del comercio deben ser apropiados por la economía sobre horizontes más largos y deben entrar a afectar la tasa de crecimiento sostenida.

La estrategia de apertura comercial tiene respaldo empírico pero éste deja preguntas cuyo estudio debe ser una prioridad básica del

---

58. El gradualismo, por naturaleza, es un ajuste subóptimo en mercados perfectos. La naturaleza del gradualismo, es decir su velocidad y cubrimiento por ejemplo, debe reflejar la naturaleza de las imperfecciones iniciales. Un mal gradualismo es tan perverso como un tratamiento de choque.

proceso. En particular, es necesario profundizar en el análisis sectorial del sesgo antiexportador efectivamente observado a lo largo del proceso de transición. Es necesario explicar las diferencias demasiado pequeñas encontradas a través de modelos de EGC entre estrategias comerciales opuestas. Por último, es necesario construir modelos de desarrollo técnico donde la relación entre esta variable y el grado de utilización de capital quede claramente establecida a nivel estructural.

El inicio del proceso tuvo costos de aprendizaje altos los cuales tienen una explicación importante en el manejo cambiario, cuyo eje fue el de compensar los efectos esperados de la apertura a nivel del comportamiento de los importadores. Lejos de implicar que el proceso sea inconveniente, lo que la coyuntura ilustra es la enorme sensibilidad del comportamiento privado a los anuncios y señales oficiales, o sea la credibilidad de los mismos. Esto muestra lo importante que va a resultar en adelante la interrelación entre el concepto de gradualidad y el de sostenibilidad enfatizados muy adecuadamente en el programa de modernización.

---

#### REFERENCIAS

- Abell, J. D. (1990) "Twin Deficits During the 1980s: An Empirical Investigation" *J. of Macroeconomics* (V. 12, No. 1).
- Banco Mundial (1987) *World Development Report, 1987*
- Beveridge, S. y C. Nelson (1981) "A New Approach to Decomposition of Economic Time Series into Permanent and Transitory Components" *J. of Monetary Economics* (V. 7, 151-174).
- Caballero, C., R. Ramirez y A. M. Rodríguez (1990) "Crecimiento Económico y Cambio Estructural en Colombia - Simulación de Opciones de Política Macroeconómica para el Decenio a los Noventas" *Mimeo*.
- Carrasquilla, A. (1989) "La Asignación Intertemporal del Consumo en Colombia" *ESPE* (No. 16, Diciembre).
- Carrasquilla, A. (1990a) "Reflexiones Sobre la Coyuntura Monetaria" (*Mimeo*, Banco de la República, Julio).
- Carrasquilla, A. (1990b) "Perturbación Macroeconómica y Proceso de Ajuste en Colombia" (*Mimeo*, Septiembre).
- Carrasquilla, A. (1990c) "Crecimiento de Largo Plazo y Comercio Internacional: Colombia" (*Mimeo*, Septiembre).
- Carrasquilla, A. y E. Fernández (1989) "Los Movimientos Diarios del FAVI: Un Análisis Empírico" (*Mimeo*, Banco de la República).
- Carrasquilla, A. y H. Rincón (1990) "Relaciones Entre Deficit Público y Ahorro Privado: Aproximaciones al Caso Colombiano" (Banco de la República, Septiembre).
- Carrizosa, M. (1986) *Hacia la Recuperación del Mercado de Capitales en Colombia* (Bolsa de Bogotá).
- Chen, T. y S. Tang (1990) "Export Performance and Productivity Growth: The Case of Taiwan" *Economic Development and Cultural Change* (Vol. 38; No. 3).
- Clavijo, S. (1989) "Consumo e Ingreso Permanente: Que Tanto Ahorran (o consumen) los Colombianos?" *Coyuntura Económica*.
- Clavijo, S. (1990a) "La Polemica del Capital Humano en Colombia: *Mimeo*."
- Clavijo, S. (1990b) "Productividad Laboral, Multifactorial y Tasa de Cambio Real en Colombia" *ESPE* (No. 17, Junio).

- Clavijo, S. y J. Fernández (1989) "Consumo Privado e Ingreso Permanente: Nueva Evidencia para Colombia" *ESPE* (No. 16, Diciembre).
- Cuddington, J. (1986) "Bonanzas de Productos Básicos, Estabilización Macroeconómica y Reforma Comercial en Colombia" *ESPE* (No. 10).
- Dornbusch, R. (1976) "Expectations and Exchange Rate Dynamics" *J. of Political Economy*.
- Dornbusch, R. (1990) *Open Economy Macroeconomics* (Basic Books)
- Dornbusch, R. (1989) "Real Exchange Rates and Macroeconomics: A Selective Survey" *Scandinavian Journal of Econ.* (V. 91: No. 2).
- Echavarría, J.J. (1990) "Cambio Técnico, Inversión y Reestructuración Industrial en Colombia" *Coyuntura Económica* (Junio).
- Edwards, S. y S. Van Wijnbergen (1987) "On the Appropriate Timing and Speed of Economic Liberalization in Developing Countries" en M. Connolly y C. González Vega (Eds.) *Economic Reform and Stabilization en Latin America*.
- Edwards, S. y S. Van Wijnbergen (1989) "Disequilibrium and Structural Adjustment" en Chenery, H. y T. N. Srinivasan (Eds.) *Handbook of Development Economics* (North Holland) Cap. 28.
- Fernández, J. (1982) en *Déficit Fiscal* (Contraloría, FESCOL).
- Frenkel, J. y Razin (1986) "Fiscal Policies in the World Economy" *J. of Political Economy* (V. 94, 564-594).
- Garay, L. J. y A. Carrasquilla (1987) "Dinámica del Desajuste y Proceso de Saneamiento Económico en Colombia en la Década de los Ochenta" *ESPE* (No. 11).
- García, J. y L. Guterman (1986) "Medición del Déficit del Sector Público Colombiano y su Financiación" *ESPE* (No. 4, Diciembre).
- Granger, C. (1969) "Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods" *Econométrica* (V. 37).
- Havrylyshy, O. (1990) "Trade Policy and Productivity Gains in Developing Countries: A Survey of the Literature" *The World Bank Research Observer* (V. 5; No. 1, January).
- Helleiner, G. (1990) "Trade Strategy in Medium Term Adjustment" *World Development* (V. 18; No. 6, 879-897).
- Herrera, S. (1989) "Determinantes de la Trayectoria de la Tasa de Cambio Real en Colombia" *ESPE* (No. 16).
- Herrera, S. y G. Alonso (1990) "Funciones de Demanda por Importaciones Colombianas 1952-89" Mimeo, Banco de la República, Agosto).
- Kahkonnen, J. (1987) "Liberalization Policies and Welfare in a Financially Repressed Economy" *IMF Staff Papers* (V. 34; No. 3).
- Kearny, C. y M. Monadjemi (1990) "Fiscal Policy and Current Account Performance: International Evidence on the Twin Deficits" *J. of Macroeconomics* (V. 12: No. 2).
- Khan, M. y R. Zahle (1983) "The Macroeconomic Effects of Changes in Barriers to Trade and Capital Flows" *IMF Staff Papers* (V. 30; June).
- Khan, M. y J. S. Lizondo (1987) "Devaluation, Fiscal Deficits, and the Real Exchange Rate" *The World Bank Economic Review* (V. 1, No. 2).
- Krueger, A. (1984) "Trade Policy in Developing Countries" en Jones y Kennen (Eds.) *Handbook of International Economics* (Cap. 11, Pgs. 519-569).
- Krugman, P. (1979) "A Model of Balance of Payments crises" *J. of Money Credit and Banking*.
- Leamer, E. E. (1987) "Cross Section Estimation of the Effects of Trade Barriers" Feenstra (Ed.) *Empirical Issues in International Economics*.
- Lora, E. (1990) "Encuestas Arancelarias" *Coyuntura Económica* (Junio).
- Lucas, R. E. (1976) "Econometric Policy Evaluation: A Critique" en Lucas: *Studies in Business Cycle Theory* (Academic Press).
- Lucas, R. E. (1988) "On the Mechanics of Economic Development" *J. of Monetary Ec.* (Vol. 22).
- Marston, R. (1984) "Stabilization Policies in Open Economies" en Jones y Kennen Eds. *Handbook of International Economics* (North Holland) Cap. 17.
- Montes, F. y A. Carrasquilla (1986) "Sensibilidad de la Tasa de Cambio Activa de los Bancos a Cambios en las Variables de Política y Estructura" *ESPE* (no. 10).
- Moschos, D. (1989) "Export Expansión, Growth and the Level of Economic Development: An Empirical Analysis" *J. of Development Economics* (V. 30; 93-102).
- Obstfeld, M. (1981) "Macroeconomic Policy, Exchange Rate Dynamics and Optimal Asset Accumulation" *J. of Political Economy* (V. 89, 1142-61).

- Ocampo, J. A. (1982) "Política Económica Bajo Condiciones Cambiantes del Sector Externo" *ESPE* (No. 2).
- Ocampo, J. A. J. L. Londoño y L. Villar (1988) "Comportamiento del Ahorro y la Inversión: Evolución Histórica y Determinantes" en Lora, E. (Ed.) *Lecturas de Macroeconomía Colombiana* (tercer Mundo).
- Otani, I. y D. Villanueva (1990) "Long-Term Growth in Developing Countries and its Determinants" *World Development* (V. 18: No. 6).
- Pack, H y L. Westphal (1987) "Industrial Strategy and Technological Change: Theory vs Reality" *J. of Development Economics* (V. 22; 87-128).
- Ram, R. (1987) "Economic Growth and the Structure of Domestic Absorption: Evidence from Internationally Comparable Data" *J. of Development Economics* (V. 26; 291-300).
- Ramírez, J. M. (1989) "Aplicaciones de un Modelo de Equilibrio General al Análisis de Políticas Comerciales para Colombia" (Mimeo, DNP).
- Sachs, J. (1982) "The Current Account in the Macroeconomic Adjustment Process" *Scand. J. of Econ.*
- Takacs, W. E. (1990) "Options for Dismantling Trade Restrictions in Developing Countries" *The World Bank Research Observer* (V. 5; No. 1. January).

## COMENTARIO

*Mauricio Carrizosa\**

**A**gradezco a la Asociación Bancaria de Colombia esta nueva invitación a participar en este ya tradicional y prestigioso seminario. En esta oportunidad, se me ha pedido comentar un trabajo sobre las consideraciones macroeconómicas de la apertura externa que actualmente adelanta el país. El trabajo preparado por el Dr. Alberto Carrasquilla aborda temas de discusión de gran importancia que incluye (a) el efecto del entorno de política macroeconómica sobre la tasa de crecimiento de corto plazo cuando se reduce la protección; (b) el impacto de perturbaciones en la balanza comercial y en el superávit fiscal sobre estas y otras variables macroeconómicas; (c) los determinantes del crecimiento sostenido y su asociación con la estructura del gasto; (d) los efectos esperados de la apertura sobre el crecimiento de largo plazo; y (e) efectos observados de la apertura sobre la emisión monetaria. Mis comentarios a continuación destacan las conclusiones más relevantes del autor para el tema general de la apertura, enfocan el tratamiento propuesto en el trabajo y amplían su discusión.

### I. LOS COSTOS DE LA APERTURA

Al analizar el efecto de las políticas macroeconómicas sobre el crecimiento de la actividad económica cuando se reduce la protección,

---

\* Banco Mundial

\* Presento este comentario a título exclusivamente personal. En particular, los puntos de vista aquí expresados no comprometen a la institución a la cual me encuentro actualmente vinculado.

el autor del documento señala (a) que la apertura presenta costos en términos de un menor crecimiento en el corto plazo y (b) que “las reformas financieras y cambiarias no son muy efectivas en minimizarlos”<sup>2</sup>.

La hipótesis sobre costos se presenta al formular un “modelo mínimo”. Dice el autor: “Si el choque implica un nivel de desempleo  $R^x$  en el sector  $m$  (importables) y un traslado de factores de magnitud  $R^x$  al sector  $x$ , con  $R^x < R^m$  entonces se genera desempleo”<sup>3</sup>. Al simular el efecto de reducir los aranceles a la mitad con el uso de parámetros basados en estimadores “obtenidos en la literatura”<sup>4</sup>, el autor concluye que el crecimiento de corto plazo se reduce de 4.1% a 3.5%. Este resultado verifica la hipótesis de que la liberación por sí sola genera desempleo. A juicio del autor, la liberación cambiaria (cuenta de capitales) y financiera o la devaluación real no son instrumentos muy potentes para minimizar la reducción del crecimiento.

A mi modo de ver, la definición mínima de liberalización de comercio debe incluir tanto la reducción de los instrumentos de política comercial (tarifas, restricciones cuantitativas, procedimientos de comercio) como el ajuste de la tasa de cambio real. Las razones son: (a) la liberalización precisamente busca remplazar la protección arancelaria y para —arancelaria por protección cambiaria para reducir el sesgo contra la producción transable y (b) sin financiación externa adicional o un mayor ritmo de reducción de reservas, un aumento de la tasa de cambio real es necesario para mantener el sistema en equilibrio. En consecuencia, la devaluación real es un resultado integral de un programa de liberalización. La simulación relevante del Dr. Carrasquilla es entonces la de “Apertura Comercial y Devaluación”, en la cual “una reducción arancelaria del 15% combinada con una devaluación del 13% dejan a la economía en su estado inicial”<sup>5</sup>.

En realidad, los episodios de liberalización están acompañados de cambios en muchas variables de política. Con todas las diferencias que existen entre los 19 episodios registrados y analizados en un amplio estudio del Banco Mundial, es notable que estos episo-

---

2. p. 263

3. p. 264

4. p. 264

5. p. 266

dios no han resultado en desempleo significativo. Incluso el episodio de liberalización intensa de Chile (1974—81), la liberalización cambió la estructura del empleo (caída en el empleo manufacturero compensada por mayor empleo primario y terciario), pero no resultó en desempleo neto adicional. El grueso de la evidencia, pues, indica que la preocupación de que la apertura genere costos netos de corto plazo no esta justificada.

Esta última conclusión es importante porque los supuestos costos de corto plazo son los que se esgrimen para justificar el carácter gradual de la apertura. Creo que este argumento esta detras del tono favorable al gradualismo que se encuentra aquí y allá en el trabajo del Dr. Carrasquilla. Se esta diciendo, implícitamente, que graduar la apertura eleva el valor presente de sus beneficios porque los costos presentes son muy altos. Pero, al parecer, los costos presentes no existen. Las pérdidas de empleo en unos sectores se compensan con ganancias en otros. Al graduar la apertura, lo que se hace es, primero, retardar los beneficios permanentes de la apertura, y, segundo, introducir temporalmente una nueva distorsión consistente en sesgar la demanda por importables hacia el futuro. El primer punto es bien obvio. El segundo lo elaboro en la parte final del comentario.

A mi modo de ver, la explicación de porque con frecuencia se adoptan estrategias gradualistas no radica en los supuestos costos de una liberación inmediata. Si sumamos los costos de perdedores y los beneficios de ganadores, la liberación inmediata es preferible, puesto que adelanta el usufructo de los beneficios y, al parecer, no causa costos presentes netos. El gradualismo beneficia a los perdedores. Su explicación debe radicar, como postula un argumento viejo en la literatura, en la compensación económica que reclaman los perdedores para apoyar el proceso de apertura como un todo. Quizás si se aceptara esta formulación, podrían buscarse mecanismos más eficientes y equitativos de efectuar esta compensación a cambio de acelerar la reducción en las tasas de protección y adelantar así las ganancias de eficiencia que esta reducción generaría.

## II. EL IMPACTO DE PERTURBACIONES EN LA CUENTA CORRIENTE Y EN EL DEFICIT FISCAL

Al simular los efectos de un aumento en los términos de intercambio y de una reducción en el déficit fiscal el Dr. Carrasquilla obtiene los resultados de su cuadro 2. La conclusión básica del autor en que

“se confirma la idea de que hay una interacción importante entre las dos variables en el proceso de ajuste”<sup>6</sup>. Con todo, las simulaciones pueden ser interesantes para analizar el papel de otras perturbaciones externas o de política que puedan ocurrir simultáneamente con la apertura.

Para obtener su conclusión básica, el autor simula los efectos de un aumento en los términos de intercambio y déficit fiscal sobre algunas variables macroeconómicas (Superavit fiscal; cuenta corriente; tasa de interés; inflación y tasa de cambio real). La “interacción básica” es como sigue: (a) un aumento en los términos de intercambio genera, en el largo plazo un aumento en el déficit fiscal y un deterioro de la cuenta corriente y (b) una disminución en el déficit fiscal genera un efecto acumulativo que reduce aún mas el mismo déficit y mejora la cuenta corriente. Quizás el autor nos pueda identificar las fuerzas o supuestos detras de estos resultados, especialmente del primero, el cual me resulta bien extraño.

Pero quizás un comentario más importante es que el que el autor puede “sacarle más jugo” a las simulaciones, empleándolas para obtener implicaciones de política cuando la apertura esta acompañada de otras perturbaciones. Tal como estan presentadas, no se comprende cual es la relación entre las perturbaciones y la apertura. Las simulaciones presentadas en el estudio ilustran dos tipos de casos diferentes : un cambio en una variable externa y un cambio en una variable de política. Un resultado particularmente relevante del primer caso es la reducción en la tasa de cambio real que resulta de un aumento en los términos de intercambio. Es un ejemplo de la perturbación típica que puede detener la mayor producción de exportables no tradicionales buscada por los programas de apertura. En la medida que estas perturbaciones sean transitorias, como lo puede ser el actual incremento en el precio del petroleo, se recomienda con frecuencia amortiguar la caída en la tasa de cambio real con algún mecanismo de congelación de las reservas adicionales. Alternativamente, otros recomiendan el fomento de un mercado cambiario privado que desarrolle la especuación eficiente en moneda extranjera para amortiguar las fluctuaciones de la tasa de cambio real. Esta amortiguación es importante para reducir la incertidumbre cambiaria que afecta especialmente a los productores y usuarios de bienes transables.



Otro ejemplo pertinente es una disminución del déficit fiscal. Cuando se está partiendo de un déficit alto, la reducción del déficit coadyuva el proceso de liberalización al disminuir la presión total sobre la balanza en cuenta corriente. Esta disminución es importante para detener una excesiva caída de reservas internacionales que pueda resultar de mayores importaciones; desalentar presiones especulativas sobre las tasas de cambio; y contener las presiones inflacionarias.

De otra parte, el autor presenta la descomposición de los errores de pronóstico de varias variables macroeconómicas y concluye que "la devaluación de la tasa de cambio real tiene un importante componente autónomo, y que es especialmente insensible a lo que suceda en términos de innovaciones de la inflación, mientras que la inflación sí tiende a adecuar en grado importante las innovaciones en la devaluación real"<sup>7</sup>. Me sorprende que las innovaciones de las tasas de cambio real jueguen un papel significativo en los errores de predicción de la inflación. ¿Cuál es la teoría detrás de esta relación? ¿Qué quiere decir el autor por "adecuar" las innovaciones? ¿En qué forma se transmite la tasa de cambio real a la inflación? ¿Cuál es la utilidad de la descomposición de la varianza de los errores para efectos de formulación de políticas o de entendimiento de la macroeconomía de la apertura comercial?

### III. DETERMINANTES DEL CRECIMIENTO SOSTENIDO

Al analizar los determinantes del crecimiento de largo plazo, el autor nos presenta un modelo "ecléctico", de cuya estimación concluye que "el papel del comercio en la explicación de la tasa de crecimiento es precario. . ."<sup>8</sup>.

También nos ofrece un modelo de producción, del cual concluye que no se presenta una relación clara entre el crecimiento de largo plazo y la dinámica exportadora.

Pienso que el modelo ecléctico no permite extraer la conclusión del autor. La variable crecimiento de las exportaciones está intensamente influenciada por ciclos de exportaciones que poco tienen que ver con mayor o menor "exposición a la competencia internacional"<sup>9</sup>. No me sorprende que resulte asociada significativamente

---

7. p. 268

8. p. 268

9. p. 270

con el componente cíclico el crecimiento. La variable crecimiento de importaciones no indica presión competitiva cuando lo que se importa son insumos para producir bienes protegidos. Como nos señalaba ayer el Dr. José Antonio Ocampo, las liberaciones de importaciones frecuentemente lo que han hecho es facilitar el acceso a bienes no producidos. Estas liberaciones lo que hacen entonces es aumentar la protección efectiva a la producción nacional, puesto que reducen el arancel implícito de los insumos. Por lo demás, la tendencia de las importaciones o exportaciones refleja en buena parte el aumento de largo plazo en el tamaño de la economía y no una mayor exposición relativa de la economía a productos importados. El examen del posible efecto de la presión competitiva probablemente requiera primero una investigación empírica del cubrimiento de la protección que permita medir cuales han sido los cambios en este cubrimiento.

En el modelo de producción, el autor investiga si el crecimiento de las exportaciones o importaciones explican el residual de Solow (cambio en la productividad de los factores). Nuevamente, estas variables si acaso explican el crecimiento cíclico de dicho residual. El crecimiento del comercio no explica la tasa de crecimiento de largo plazo. De nuevo, las variables empleadas (crecimientos de importaciones y exportaciones) no capturan solidamente los cambios en exposición a la competencia o apertura que pueda haber experimentado la economía colombiana.

#### IV. EFECTOS DE LA APERTURA SOBRE EL CRECIMIENTO EN EL LARGO PLAZO

Luego de revisar el programa de apertura del Gobierno, el Dr. Carrasquilla examina (a) el grado de claridad empírica de la división entre estrategias hacia adentro y estrategias hacia afuera; (b) la relación entre el régimen comercial y la tasa de crecimiento de la economía; y (c) la hipótesis según la cual el beneficio de la apertura se origina en la ganancia de productividad.

El autor señala con razón la dificultad de distinguir estrategias hacia adentro de estrategias hacia afuera; advierte las limitaciones de relacionar medidas de apertura como la relación de exportaciones a producto interno con la tasa de crecimiento; señala los limitados efectos de la apertura que se calculan en el contexto de modelos computables de equilibrio general; y resume las limita-

ciones de la hipótesis que asocia el desarrollo técnico con la apertura.

La resolución de estas dificultades requiere de seguro esfuerzos sofisticados de investigación empírica. Por lo pronto, me limito a citar uno de estos esfuerzos, el trabajo reciente de Sebastian Edwards<sup>10</sup> que investiga el efecto de la intervención en el comercio sobre la tasa de crecimiento en el contexto de un modelo neoclásico de crecimiento con absorción endógena de tecnología. Se trata de un trabajo cuidadoso de formulación de modelo y de tratamiento de la información. Sus resultados señalan que mayor intervención en el comercio reduce la tasa de crecimiento.

## V. EFECTOS OBSERVADOS RECIENTEMENTE DE LA APERTURA SOBRE LA EMISION MONETARIA

Finalmente, el autor se refiere a los acontecimientos monetarios recientes y concluye que la mayor expansión observada se origina en la mayor devaluación frente a la configuración de expectativas de apertura que aumentó el valor de la balanza en cuenta corriente. Esta me parece la sección más interesante del documento. El autor relaciona con éxito la porción no anticipada del crecimiento de la base monetaria con las fuentes de emisión de base para sustentar la conclusión citada.

El acontecimiento monetario descrito es una manifestación muy interesante del enfoque gradual a la liberalización de comercio. Como señalé en la primera sección, uno de los costos del gradualismo es distorsionar la demanda por importaciones, al disminuir el precio relativo de las importaciones futuras. Los importadores esperan a que se adelanten las desgravaciones arancelarias y los exportadores esperan el aumento resultante en la tasa de cambio real de equilibrio. Es este un caso particular de un teorema según el cual el gradualismo, cuya característica es cambiar las tasas de crecimiento de los parámetros de política, genera cambios bruscos en las tasas de acumulación de capital.<sup>11</sup> En el caso que nos ocupa, el menor crecimiento de las importaciones tiene como contraparte una mayor acumulación de activos externos, bien sea del Banco de la República o de los inversionistas privados.

---

10. Edwards, Sebastian, "Openness, Outward Oriëntation, Trade Liberalization, and Economic Performance in Developing Countries". Working Paper WPS 191, The World Bank.

11. Véase Auernheimer, Leonardo y George, Susan "Shock versus Gradualism in Models of Rational Expectations: The Case of Trade Liberalization". Trabajo no publicado.

# REFORMAS ESTRUCTURALES Y APERTURA EN LOS PAISES EN DESARROLLO: EL PROBLEMA DE LA SECUENCIA Y LA VELOCIDAD

Sebastián Edwards\*

## I. INTRODUCCION.

**A**l final de la década de los 80 la profesión económica llegó a un virtual acuerdo con respecto a las ventajas de las políticas económicas que favorecen la apertura y el crecimiento de las exportaciones. El viejo debate sobre la orientación hacia adentro versus la orientación hacia afuera parece haber sido decisivamente ganado por los proponentes de las políticas orientadas hacia afuera. La llegada a este consenso ha generado, sin embargo, un número de interrogantes importantes y apremiantes con respecto a la implementación efectiva de las políticas orientadas hacia la apertura. Tal vez los interrogantes que han atraído la mayor atención de los encargados de la política y de los analistas económicos son los relacionados con la *secuencia* y la *velocidad* de la reforma estructural: En qué orden deben ser liberalizados los diferentes mercados? Debe un país abordar el problema de la inflación antes de ocuparse de la apertura y de las reformas orientadas hacia el mercado, o debe seguir la secuencia opuesta? Qué tan costoso es emprender reformas de liberalización si el mercado de trabajo está todavía regulado y distorsionado? Lo que es fascinante es que cada día se hace más claro que estos problemas no solo son pertinentes para las naciones en desarrollo, sino que son de importancia creciente —podemos aún argumentar

---

\* El autor es el Henry Ford II Professor of Business Economics en el Anderson Graduate School of Management, de la Universidad de California, Los Angeles. Una versión preliminar de este documento fue presentada en el Seminario sobre Manejo Macroeconómico del Instituto de Desarrollo de Corea, Seoul, Septiembre 18-20 de 1990. Estoy en deuda con Mike Savastano por sus útiles comentarios. La versión original de este trabajo fue escrita en inglés, y traducido en la Asociación Bancaria de Colombia.

que son cruciales y esenciales — para aquellos países de Europa Oriental que están actualmente comprometidos en la reforma, y la reestructuración.

Aunque los encargados de la política económica y los asesores se enfrentan cada día a interrogantes relacionados con la secuencia y la velocidad, como los planteados arriba, la literatura académica sobre el tema ha sido algo pobre, dispersa y a veces enigmática. El propósito de este documento es presentar una visión panorámica analítica de la literatura existente sobre la secuencia de las reformas estructurales, haciendo especial énfasis en las lecciones de política<sup>1</sup>. El documento aborda dos interrogantes amplios: primero se refiere al problema de la secuencia de la liberalización de diferentes *mercados*, poniendo particular énfasis en el mercado de importaciones, el mercado financiero, y los mercados de bienes no comercializables y de trabajo. A estos problemas se hace referencia de la Sección II hasta la VI. El segundo problema abordado en este documento es la secuencia entre la estabilización y la reforma de ajuste estructural. Esto se hace en la Sección VII. Finalmente, en la Sección VIII discuto brevemente la experiencia con el ajuste estructural y la liberalización de los países del Cono Sur. El documento también incluye una bibliografía bastante exhaustiva sobre el tema de la secuencia, que, tengo la esperanza, será útil para aquellos interesados en explorar más ampliamente esta materia.

## II. ENTRADA DE CAPITAL, COSTOS DEL AJUSTE, Y EL PROBLEMA DE LA SECUENCIA.

En el estudio ya clásico sobre las políticas de industrialización en las naciones en desarrollo, Little, Scitovsky y Scott (1970) se refirieron por primera vez a algunos de los problemas relacionados con la velocidad y el orden de la liberalización. Su análisis estaba basado principalmente en consideraciones de política económica, y su recomendación básica era que las reformas estructurales debían ser llevadas a cabo gradualmente. La razón para este consejo de política estaba basada en el papel de los costos del ajuste, y en la oposición a la política de reforma que estos costos pueden generar.

---

1. El documento recoge, y se aproxima, a algunos de los resultados de investigaciones que he venido haciendo sobre el tema en los últimos 10 años o más. Ver las referencias, para una lista de algunos de estos trabajos.

De acuerdo con estos autores, reformas más rápidas conducirán a mayores costos de corto plazo — incluyendo desempleo y quiebras — y así a una oposición política más dura al proceso de reforma. A lo largo de líneas similares, Michaely (1982) ha argumentado que con el propósito de minimizar la oposición política a la reforma comercial es necesario minimizar los efectos de desempleo de corto plazo y otros costos del ajuste asociados con estas políticas. De acuerdo con Clark (1986), una manera de reducir estos costos del ajuste es obtener flujos de capital extranjero durante la transición. De hecho ha argumentado que las reformas estructurales egipcias de los 70 tuvieron éxito gracias a la abundante disponibilidad de fondos externos que ayudaron a lograr una transición más suave.

Anne Krueger también ha planteado que el creciente apoyo de fondos externos reducirá en gran parte la fricción y los costos de ajuste que surgen durante grandes reformas estructurales<sup>2</sup>. De hecho, en sus escritos sobre posibles soluciones a la crisis de la deuda, Krueger ha argumentado firmemente que las instituciones multilaterales deberían proporcionar asistencia financiera significativa a aquellos países en desarrollo endeudados que estén comprometidos con la reforma de sus sectores externos (ver Krueger, 1988). Más aún, en un escrito reciente donde evalúa el éxito de la experiencia coreana del sur con las políticas orientadas hacia afuera, Krueger (1990) ha resaltado que el abundante nivel de financiamiento externo disponible para Corea durante el período en que las reformas estructurales más importantes fueron implementadas (1962—79), ayuda a explicar una proporción significativa del crecimiento espectacular del país. De hecho, basada en un ejercicio de simulación Krueger argumenta que si Corea *no* hubiera recibido tales entradas de capital, su tasa de crecimiento solo hubiera sido el 70<sup>o</sup>/o de lo que efectivamente se logró.

Es interesante destacar que la visión de Krueger sobre este importante episodio histórico está, de alguna manera, en contradicción con la interpretación de Ronald McKinnon. De acuerdo con McKinnon, lejos de ser beneficiosa, la gran entrada de capital a Corea que tuvo lugar desde mediados de 1966, generó importantes costos incluyendo alta inflación (a través de la monetización de estos fondos externos), y “algún grado de retroceso en . . . la liberaliza-

---

2. Krueger (182, 1984).

ción financiera (de Corea)" (McKinnon 1984, p. 477)<sup>3</sup>. Como está explicado con mayor detalle abajo en la Sección III, la posición de McKinnon está basada en los efectos de las entradas de capital sobre la tasa de cambio real.

La tesis unificadora en los documentos que apoyan la idea de una importante asistencia financiera externa durante la transición, es que los costos del ajuste asociados con las reformas pueden ser reducidos por medio de una disponibilidad mayor de fondos externos<sup>4</sup>. Es decir, que esta visión requiere de una secuencia de la reforma estructural donde la cuenta de capital vaya primero, seguida por la apertura del mercado de bienes.

### III. AJUSTE ESTRUCTURAL Y LA TASA DE CAMBIO REAL.

Aunque la liberalización económica y las aperturas externas se han convertido en un componente central de la mayoría de los programas de ajuste estructural en los países en desarrollo, estas reformas no siempre han sido exitosas. De hecho, en muchos países las políticas de liberalización han sido reversadas después de un corto período de tiempo. Una serie de estudios recientes han encontrado que históricamente el grado de éxito de los episodios de liberalización ha estado estrechamente ligado al comportamiento de la tasa de cambio real. Por ejemplo, en un resumen de un estudio terminado recientemente sobre las experiencias de liberalización de 19 países, Michael (1989) afirma que:

El desempeño a *largo plazo* de la tasa de cambio externa real diferencia claramente los "liberalizadores" de los "no liberalizadores" ... Los liberalizadores han tendido a ser *persistentes en el mantenimiento de un nivel más o menos* dado de la tasa de cambio real en el largo plazo; mientras que los "no liberalizadores" han tendido a permitir que esta tasa sufra espasmos. (p. 3)

En su evaluación reciente de las experiencias con las políticas de liberalización del Cono Sur (Argentina, Chile, Uruguay), Corbo y de Melo (1987) resaltan que el comportamiento de la tasa de cambio

- 
3. Ver también el estudio clásico de McKinnon de 1973 sobre la dependencia financiera en los países menos desarrollados.
  4. La clave aquí es el supuesto de que los controles al capital están impidiendo la entrada de capital. Este, por supuesto, no tiene que ser el caso. Más aún, no será el caso en aquellos países donde el sector financiero doméstico está reprimido. Así, la secuencia propuesta supone que el sector financiero doméstico es liberalizado antes que la balanza comercial o la cuenta de capital. Sobre esto ver, por ejemplo, Mathieson y McKinnon (1981) y Edwards (1984).

real — y más específicamente la persistente sobrevaluación de la tasa de cambio real que se desarrolló en las tres naciones — fue una de las causas principales del resultado menos que exitoso de estas reformas al principio de los 80. Más recientemente Edwards (1989b) ha demostrado que el comportamiento de la tasa de cambio real está en el centro mismo de la explicación del porqué solo un puñado de los países que han recibido Préstamos para el Ajuste Estructural (PAE) del Banco Mundial han tenido éxito en la liberalización de sus economías. También, Edwards (1989c) descubrió que la volatilidad de la tasa de cambio real ha afectado negativamente el desempeño de la economía, incluyendo el crecimiento, en un número de países en desarrollo.

Las discusiones recientes sobre la secuencia más adecuada de reformas de apertura se han centrado verdaderamente en el papel principal que juega el comportamiento de la TCR durante los programas de reforma estructural. La mayoría de los autores que han enfatizado el rol principal de la tasa de cambio real durante el esfuerzo de liberalización comercial han argumentado en favor del aplazamiento de la apertura de la cuenta de capital. Ronald McKinnon fue posiblemente el primer autor en oponerse, en el terreno de la tasa de cambio real, a la visión de que las reformas estructurales ( y principalmente comerciales) deben ir acompañadas por entradas de capital. En su estudio clásico sobre el papel de los mercados financieros en el proceso de desarrollo McKinnon (1973) argumentó que las restricciones a la cuenta de capital debían ser relajadas solo *después* de que las distorsiones en el comercio exterior y otros sectores industriales hayan sido eliminadas. La razón de esta recomendación de política es que las entradas de capital producirán una revaluación de la tasa de cambio real que, a su turno, desprotegerá el sector de bienes comercializables en un momento en que, debido a la reforma de reducción de tarifas, se necesita una devaluación de la tasa de cambio real<sup>5</sup>. McKinnon ha planteado su visión de la siguiente forma: “entradas de capital extranjero excepcionalmente grandes. . . impiden que la tasa de cambio real se devalúe suficientemente . . . ” (1973, p. 160). Este problema está relacionado con el hecho de que estos flujos son insostenibles en el largo plazo. En consecuencia,

---

5. El hecho de que las entradas de capital conduzcan a una revaluación de la tasa de cambio real ha sido investigado extensivamente dentro del contexto de los efectos de la enfermedad holandesa ocasionados por la ayuda externa. Ver, por ejemplo, van Wijnbergen (1986).



argumenta, una reforma estructural de la balanza comercial debería "deliberadamente evitar una inyección de capital extranjero excepcional y extraordinaria" (1973, p.161).

Edwards (1989 b) ha desarrollado recientemente un modelo formal e intertemporal de equilibrio real para analizar la forma en que la tasa de cambio real de equilibrio reacciona ante una reducción en las tarifas y ante una liberalización de la cuenta de capital. Muestra que en un mundo de tres bienes (exportables, importables, y no comercializables) una reducción en las tarifas puede, estrictamente hablando, conducir a ya sea una revaluación o a una devaluación de la tasa de cambio real de equilibrio. Sin embargo, en casos más plausibles, y con configuraciones más probables de los valores de las elasticidades, una reforma de liberalización de tarifas requerirá una *devaluación* de la tasa de cambio real de equilibrio. También se muestra que en este modelo general la liberalización de la cuenta de capital producirá sin ambigüedades una revaluación de la tasa de cambio real. Este análisis, entonces, muestra que teóricamente existe el soporte a lo que sostiene McKinnon. Además, Edwards (1989a) ha utilizado datos de series de tiempo para un grupo de 12 países menos desarrollados para investigar empíricamente la forma en que reacciona la tasa de cambio real de equilibrio ante cambios en las tarifas y cambios en los flujos de capital, entre otras variables. El encontró que bajas tarifas conducían a una devaluación de la tasa de cambio real de equilibrio, mientras que un incremento en las entradas de capital estaba asociado con la revaluación de la TCR.

Más recientemente, en un grupo de escritos, McKinnon se ha referido nuevamente a los problemas generales de la secuencia y la velocidad de una reforma estructural. En su análisis de las experiencias globales de los países del Cono Sur con reformas estructurales en los 70, McKinnon (1982) ha argumentado que el mejor desempeño de Chile se debió al hecho de haber mantenido la cuenta de capital cerrada mientras que se reducían las tarifas. Hizo un contraste de este caso con el triste desempeño de Argentina y argumentó que el hecho de que Argentina haya seguido la secuencia opuesta está en el fondo de la explicación. McKinnon también ha utilizado las lecciones históricas de estos episodios para concluir que la liberalización comercial solo debe tener lugar después de que se ha eliminado el déficit fiscal. De esta forma el gobierno no tendrá que enfrentar la necesidad de pedir préstamos al exterior para financiar su gasto y, así, la necesidad de entradas de capital durante la transición se reducirá.

Como se explica con mayor detalle abajo en la Sección VII, el comportamiento de la tasa de cambio real, y más específicamente los peligros de la sobrevaluación de la TCR, también han jugado un papel central en las discusiones sobre la secuencia de la estabilización y las reformas estructurales.

#### IV. LAS CONSECUENCIAS SOBRE EL BIENESTAR DE ESCENARIOS ALTERNATIVOS DE SECUENCIAS.

Un grupo de autores ha utilizado un enfoque tradicional de la economía del bienestar para analizar el dilema de la secuencia. En una serie de documentos Jacob Frenkel (1982, 1983) analizó el orden apropiado de la reforma estructural desde esta perspectiva del bienestar. Su discusión está parcialmente basada en las reformas del Cono Sur del principio de los años setenta. Frenkel señaló un punto importante que es que los mercados de bienes y activos se equilibran a velocidades diferentes: mientras que los mercados de activos se equilibran instantáneamente, el logro del equilibrio en el mercado de bienes generalmente toma algún tiempo. Así, argumentó Frenkel, la sincronización del proceso de reforma estructural requerirá que el mercado de bienes (por ej., la cuenta corriente) sea liberalizado antes que la cuenta de capital. También, Frenkel resaltó que desde una perspectiva de segundo mejor, es más aconsejable abrir la cuenta corriente antes de liberalizar las restricciones a la movilidad del capital. Frenkel dice que "una comparación de los costos de las distorsiones . . . apoya la propuesta de que la balanza comercial deba ser abierta primero" (1983, p.167). Su análisis, sin embargo, no incluye una discusión formal de esta propuesta.

La mayoría de los trabajos sobre la problemática de la secuencia se han limitado a discutir el orden de la liberalización de las cuentas corrientes y de capital de la balanza de pagos, sin referirse al problema de la secuencia desde una perspectiva más amplia. Los estudios de Anne Krueger (1984, 1986) son una excepción que proporciona una discusión amplia sobre los roles del mercado de trabajo, el sector agrícola, la balanza comercial y la cuenta de capital. Ella argumenta que el problema más serio con un programa de liberalización es la resistencia política que genera. Los agentes económicos pueden reconocer los costos de ajuste de corto plazo asociados con las reformas estructurales, pero generalmente tienen dificultades para percibir sus beneficios de largo plazo. En términos de la secuencia apropiada, Krueger no está totalmente comprometida. Mientras que, por un lado,

argumenta en favor de grandes entradas de capital durante la transición de una apertura de las importaciones, por el otro, resalta que la apertura de la cuenta de capital en presencia de distorsiones comerciales puede conducir a una mala asignación de la inversión (Krueger 1986). Con respecto a la velocidad de la reforma estructural, sin embargo, Krueger favorece un desmonte abrupto de las distorsiones. Esta recomendación, argumenta, está dictada por consideraciones tanto de bienestar como de credibilidad.

Un interrogante importante en la evaluación de los efectos sobre el bienestar de escenarios alternativos de secuencias se refiere a los posibles efectos sobre el desempleo de las diferentes medidas de política. En esta área, el posible efecto sobre el desempleo (a corto plazo) de las políticas de liberalización *comercial* es un asunto particularmente apremiante para los encargados de la política.

Desde una perspectiva analítica el impacto de una reforma comercial sobre el empleo y el desempleo dependerá de una serie de factores, incluyendo la naturaleza de las distorsiones en el mercado de trabajo (salario mínimo, por ejemplo), el alcance de la indexación y la intensidad relativa de los factores en los diferentes sectores de la economía. Dentro del marco analítico más básico sobre comercio — el modelo Heckscher — Ohlin — una liberalización comercial no genera ningún problema de empleo en una nación en desarrollo donde las exportaciones son intensivas en trabajo. Tal vez el marco analítico más simple para tratar con las consecuencias potenciales de una reforma sobre el empleo es el modelo de economía dependiente con tres bienes, tres factores y salarios (reales) rígidos. En este escenario la liberalización comercial conduce al desempleo. Si la rigidez de los salarios se limita solo al sector de los bienes importables, la brecha entre los salarios en los sectores de bienes importables y los otros sectores tenderá a incrementarse. La fuerza de trabajo en este caso tenderá a ser reasignada entre los bienes no comercializables y los exportables. El efecto de la liberalización comercial sobre el desempleo total no está claro porque existen dos fuerzas que afectan el nivel de desempleo de equilibrio en direcciones opuestas. Por un lado la probabilidad de encontrar un trabajo con "salario alto" se reduce debido a la reducción en la demanda de trabajo en el sector de bienes importables, pero, por el otro lado, el salario en el resto del mercado de trabajo cae, reduciendo el costo de oportunidad del desempleo (ver Edwards 1989d).

La eliminación de los controles al capital también tiene consecuencias potenciales sobre el empleo. Estas, sin embargo, deben ser dis-

cutidas dentro de un marco de trabajo intertemporal explícito. Bajo el supuesto de que la economía está distorsionada por los controles a la movilidad del capital y por un salario mínimo, es posible mostrar que la remoción de los controles al capital tenderá a *incrementar* el empleo en los bienes no comercializables a través de un efecto positivo del gasto sobre la demanda. En un marco de trabajo similar se puede mostrar que una reforma anticipada a las tarifas puede generar un efecto negativo sobre el nivel de empleo (Edwards 1989d).

## V. SECUENCIA, SOSTENIBILIDAD Y CREDIBILIDAD DE LA REFORMA.

Una preocupación importante de la mayoría de los autores tiene que ver con la supervivencia de diversos intentos de reforma estructural<sup>6</sup>. Un determinante importante de tal supervivencia es el grado en el cual el programa de reforma es *creíble*. Si no hay credibilidad y el público espera que las medidas de liberalización serán reversadas, éste dará pasos que efectivamente debilitarán la eficacia del programa de reforma. Como se discute en mayor detalle abajo en la Sección VIII, un grupo de analistas ha argumentado que los problemas enfrentados por las naciones del Cono Sur con sus programas de reforma durante los 70 estaban considerablemente relacionados con la falta de credibilidad.

Calvo (1983, 1987) y Stockman (1982) se han ocupado sistemáticamente, y teóricamente, del papel de la credibilidad en el proceso de liberalización. En particular Calvo (1987) ha enfatizado que si una reforma de apertura no es creíble para los agentes económicos, la liberalización de otros sectores puede reducir efectivamente el bienestar. Un buen ejemplo de esto sería liberalizar la cuenta de capital en un momento en que el público cree que la reforma comercial será reversada — es decir, cuando la credibilidad en la reforma comercial es baja —.

De acuerdo con Calvo, si una reforma comercial carece de credibilidad, el público utilizará fondos externos — que se han hecho disponibles a través de la liberalización de la cuenta de capital — para importar mayores cantidades de bienes, especialmente durables, que lo que se requeriría si la reforma comercial fuera creíble. Esta “sobre-importación” conduciría a pérdidas de bienestar, dado que la falta de credibilidad opera de la misma forma que una distorsión.

6. Ver, por ejemplo, Little et al. (1970), Michaely (1982, 1987).

Dado que bajo estas circunstancias la liberalización de la cuenta de capital amplifica las distorsiones pre-existentes, (por ej., impuestos o tarifas), Calvo recomienda que en los países en donde los gobiernos carecen de credibilidad, los controles al capital *no* sean removidos hasta que el programa de liberalización comercial esté totalmente consolidado. Así con esta ventaja de credibilidad una vez más obtenemos la recomendación de que los controles al capital no deben ser levantados en los primeros días de un programa de ajuste estructural. Muy por el contrario, estas consideraciones requieren el aplazamiento de tales medidas hasta que la reforma comercial se haya solidificado.

## VI. ESTUDIOS DEL BANCO MUNDIAL Y EL FMI SOBRE LA SECUENCIA DE LA REFORMA.

Algunas instituciones internacionales también han mostrado preocupación con respecto a la secuencia apropiada de la liberalización. El Banco Mundial, por ejemplo, ha apoyado un grupo de proyectos en el área. Esta discusión fue iniciada por Edwards (1984) y continuada por Edwards y van Wijnbergen (1983, 1986). Estos autores construyeron un modelo intertemporal de equilibrio general para analizar la velocidad y el orden apropiados de la liberalización. Ellos suponen una economía de 2 períodos con tarifas y decisiones de inversión distorsionadas. En el terreno del bienestar muestran que en esta escena una reforma comercial lenta (gradual) es preferible que una abrupta. La razón para esto es que liberalizando lentamente se incrementa el ahorro en el presente, reduciendo el alcance de la distorsión existente. También argumentan que en el terreno del segundo mejor la secuencia más apropiada consiste en liberalizar la cuenta corriente antes de abrir la cuenta de capital. Rodrik (1987) hizo una extensión de este análisis agregando dos distorsiones adicionales: un salario mínimo y un precio fijo para los bienes no comercializables. Sin embargo, al igual que Edwards y van Wijnbergen, se concentra en la balanza comercial y la cuenta de capital de la balanza de pagos. Rodrik concluye de su análisis que la secuencia sugerida por Edwards y van Wijnbergen es la más adecuada.

La ahora famosa Conferencia del Banco Mundial de 1985 sobre la dinámica de la reforma estructural incluía importantes contribuciones de Krueger (problemas globales), Mussa (sobre la velocidad de la liberalización), Michaely (sobre la velocidad y el orden dentro de la balanza comercial), Edwards (sobre la secuencia de las reformas) y

Harberger (sobre el papel de la cuenta de capital), lo mismo que comentarios de McKinnon, Balassa, Lal y Dornbusch (ver Choski y Papa-georgiou (1986)). Estos documentos trataban principalmente de problemas analíticos, sin mirar en mayor detalle la evidencia empírica. Las principales conclusiones que surgieron de esta conferencia fueron que, aunque teóricamente se conocía poco sobre la dinámica de las reformas estructurales, el destino de estas liberalizaciones muchas veces dependía de la implementación de un paquete que incluyera la velocidad y la secuencia apropiadas de las reformas. Con respecto al primer problema, no se obtuvo una conclusión de política única. Con respecto a la secuencia, sin embargo, hubo un acuerdo generalizado sobre el hecho de que la secuencia más apropiada de las reformas aplazaría la liberalización de la cuenta de capital hasta que se completara la reforma comercial. Las razones para esta recomendación estaban relacionadas con: (a) los efectos sobre la tasa de cambio real de componentes alternativos de las reformas estructurales; (b) los costos del ajuste y consideraciones de política económica; y (c) consideraciones de bienestar.

Deepak Lal (1986), sin embargo, mantuvo una visión disidente, argumentando que una tasa de cambio libremente flotante sería un componente importante de una economía liberalizada o reformada. Dado que un requisito importante para tener un sistema flotante genuino es tener, por lo menos hasta cierto punto, una moneda convertible, Lal argumentó que el orden apropiado implicaría la apertura de la cuenta de capital *antes* de reformar las decisiones micro vía la reducción de las tarifas de importación. En una contribución reciente Sell (1988) ha desarrollado un marco de trabajo formal y simple para analizar este problema. Utiliza el modelo de tres bienes (con bienes exportables, no comercializables e importables) de Dornbusch (1974) para investigar la forma en que la reforma de tarifas afecta otros precios relativos y la tasa de cambio real de equilibrio. Al igual que en la discusión original de Dornbusch, encuentra que el grado de sustituibilidad (o complementariedad) entre los tres bienes es un determinante importante de la forma en que la reforma de tarifas afectará la tasa de cambio real de equilibrio. Argumenta que dado que en teoría una liberalización comercial puede conducir a una devaluación real o a una revaluación real es conveniente adoptar una tasa de cambio flotante antes de iniciar la reforma comercial. Sell, es, entonces, de la opinión de Lal argumentando en favor de la secuencia en que la "cuenta de capital va primero".

La Conferencia del Banco Mundial de 1986 sobre los mercados de

trabajo y el comercio, organizada por C. Lluch y R. Klinov trató específicamente el papel de las distorsiones en el mercado de trabajo en las reformas estructurales. Los estudios presentados en esta conferencia enfatizaron los efectos potenciales sobre el desempleo de las reformas estructurales y discutieron las posibles formas de reducir este problema, incluyendo la retención de subvenciones, desindexación de los salarios y el desmonte de otras rigideces en el mercado de trabajo. Aquí Edwards (1988a) argumentó que una reforma comercial gradual en general reduciría las desarticulaciones del desempleo. Los demás documentos presentados en esta conferencia no abordaron, sin embargo, el problema de la secuencia de la apertura en una forma específica.

En un importante estudio del Banco Mundial sobre la política comercial e industrial en Asia Oriental, Bhattacharya y Linn (1988) trataron brevemente sobre el orden apropiado de las reformas. En pocas palabras argumentaron que: (1) los sectores reales deben ser liberalizados antes que los sectores financieros; (2) los mercados financieros domésticos deben ser liberalizados antes de la apertura de la cuenta de capital; y (3) las barreras al comercio internacional deben ser removidas antes de levantar los controles al capital.

En el gigantesco proyecto dirigido por Michaely, Choski, y Pappageorgiou se ha hecho una revisión reciente de los episodios de liberalización de 19 países. En un resumen de este estudio Michaely, et al. (1986) ponen de relieve un grupo de hechos muy importantes. Primero, los autores encontraron que la inestabilidad macroeconómica era la causa aislada más importante detrás de la reversión de las reformas comerciales. Segundo, en estos países las reformas estructurales relacionadas con el comercio no generaron efectos significativos sobre el desempleo. Y tercero, aquellos países que no pudieron sostener el proceso de liberalización comercial corresponden a aquellas naciones que experimentaron una revaluación significativa de la tasa de cambio real. Un estudio concomitante que trató con un número más pequeño de países — Argentina, Chile, Uruguay, y Colombia — confirmó la visión de que las entradas (salidas) de capital generalmente conducen a una revaluación (devaluación) de la tasa de cambio real. Estos descubrimientos, entonces, proporcionan un apoyo adicional a la visión que argumenta en favor del aplazamiento de la desregulación de la cuenta de capital sobre la base de que esta política induce una sobrevaluación de la tasa de cambio real y una pérdida de competitividad en el sector de bienes comercializables.

Estudios apoyados por el FMI, también han tratado con algunos

problemas de la secuencia. Khan y Zahler (1983, 1985, 1987) proporcionan un análisis precoz y perspicaz de estos problemas. Ellos construyeron un modelo de simulación para analizar las consecuencias de secuencias alternativas de liberalización. Al igual que en las discusiones de Frenkel (1982, 1983) su modelo supone que los mercados financieros se ajustan mucho más rápido que los mercados de bienes. Ellos encontraron que en el largo plazo secuencias alternativas de liberalización no afectarían significativamente el comportamiento del producto real y de los precios relativos. Otro descubrimiento importante de estos estudios es que una política macroeconómica consistente es imperativa en cualquier reforma encaminada a liberalizar la cuenta corriente y de capital. En un Documento Ocasional del FMI, Corden (1987) también se refiere al interrogante de la secuencia apropiada de la reforma estructural en los países menos desarrollados y concluye que "es posible que la apertura del mercado doméstico de capital al mundo haga más difícil el manejo de la tasa de cambio"; como una consecuencia, esto "presentará problemas si se desea que sintonice bien la tasa de cambio como parte de una liberalización comercial mayor" (Corden 1987, p. 23). Así, argumenta Corden, la secuencia adecuada debería aplazar la liberalización de la cuenta de capital hasta que se haya consolidado la reforma comercial.

En el esfuerzo más reciente del FMI, Bhandari (1990) ha desarrollado un modelo con sectores real y financiero bien desarrollados para analizar explícitamente el problema de la secuencia adecuada de la liberalización. Al contrario de otros autores, Bhandari moldea los controles al capital utilizando un régimen dual de tasa de cambio caracterizado por una tasa nominal fija para las transacciones comerciales y una tasa libremente fluctuante para las transacciones financieras. Argumenta que un criterio apropiado para seleccionar una secuencia específica en vez de otra es la forma en que evoluciona el grado de competitividad de la economía. Después muestra que en su modelo puede pasar casi cualquier cosa y, así, que "si la función de preferencia de los encargados de la política está definida en términos del ajuste de precios, el producto y la tasa de cambio real del comercio, es claro que un enunciado general sin restricciones con respecto a la secuencia de la reforma comercial frente a la financiera no es utilizable" (p. 3).

## VII. EFECTOS MACROECONOMICOS DE SECUENCIAS ALTERNATIVAS.

Más recientemente, se le ha agregado una nueva dimensión al



debate político sobre la secuencia de la liberalización en los países en desarrollo. Como un resultado de las desarticulaciones macroeconómicas provocadas por la crisis de la deuda del principio de los 80 un grupo de autores, y ciertamente de instituciones multilaterales, han empezado a investigar la interacción entre las reformas estructurales y los programas macroeconómicos de estabilización. La mayoría de las contribuciones a esta literatura naciente se han ocupado de la secuencia de las políticas de estabilización y liberalización, discutiendo si la liberalización debe ser emprendida antes, simultáneamente o después de lograr la baja en la inflación. Como se puede ver en el Cuadro 1, esta literatura ha proporcionado una cantidad de ideas e innumerables recomendaciones de política, que van desde "liberalizar primero" hasta "estabilizar primero".

Aquellos autores que favorecen la estrategia de "liberalizar primero" o la implementación simultánea de ambas políticas incluyen a Krueger (1981, 1984, 1988), a Michaely (1987) y a Corden (1987). Ellos argumentan que hay poca conexión entre la baja en la inflación y las políticas de liberalización, y que los costos de las restricciones comerciales son demasiado altos para justificar el aplazamiento de la liberalización hasta que la macroeconomía haya recuperado el equilibrio. Tienen cuidado de resaltar, sin embargo, que con el propósito de asegurar el éxito de la reforma comercial, es crucial evitar la sobrevaluación de la tasa de cambio real.

Los partidarios de la secuencia de "estabilización primero" incluyen a Sachs (1987, 1988), McKinnon (1984) y a Fischer (1986, 1987). Ellos han basado su visión en una cantidad de consideraciones, incluyendo la dificultad histórica para evitar la sobrevaluación en países con déficits fiscales altos, y la relación entre la inflación, la variabilidad de los precios relativos y la asignación de los recursos.

Una limitación de gran parte de esta literatura es, sin embargo, que es muy general y que no se ha hecho ningún intento sistemático por analizar la evidencia histórica. Más aún, la mayoría de estos estudios no han hecho una distinción clara entre diferentes grados de reforma comercial, o entre diferentes tipos de desequilibrio macroeconómico inicial. Sin embargo, no hay duda acerca de que la respuesta al interrogante de la secuencia dependerá en gran parte del alcance del desequilibrio macroeconómico inicial. De hecho, los problemas enfrentados por los encargados de la política serán sumamente diferentes en países con inflación baja o media y en aquellos que estén experimentando tasas de inflación altas o muy altas. Esto se debe a que, en primer lugar, la inflación alta está generalmente asociada a una

---

## CUADRO No. 1

---

Visión Esquemática de la Literatura Escrita sobre la Secuencia de la Estabilización y la Liberalización Comercial.

### 1. Liberalización Comercial Primero

Krueger (1981) Si hay fondos externos disponibles las tarifas pueden ser reducidas sin una devaluación real acompañante, ayudando al esfuerzo de estabilización por medio del suministro de un soporte para los (muchos) precios domésticos.

### 2. Implementación Simultánea de Ambas Políticas

Krueger (1981) En teoría hay muy poca conexión entre los determinantes de la inflación y de la orientación del régimen de comercio. Es posible atacar ambos problemas al mismo tiempo siempre y cuando evitemos la sobrevaluación real.

Krueger (1984) El aplazamiento de la liberalización implica prolongar los costos de la ineficiencia. Hacerlo simultáneamente con minidevaluaciones y suponiendo que el gobierno no va a acudir a controles en un esfuerzo por reprimir la inflación.

Michaely (1987) La liberalización no tendrá éxito con una TCR devaluada. Esto requiere resolver las presiones del déficit fiscal simultáneamente.

Corden (1987) Siempre y cuando se evite la sobrevaluación es posible llevar a cabo ambas políticas al mismo tiempo.

### 3. Estabilización Primero

McKinnon y Mathieson (1981) La liberalización tendrá una mejor opción de tener éxito si se emprende con un superávit fiscal. De esta forma podemos asegurar que mantendremos una TCR devaluada.

McKinnon (1984) El principal problema con las liberalizaciones que fracasaron es que han sido acompañadas por entradas masivas de capital que condujeron a una revaluación real. La mejor forma de evitar la necesidad de fondos externos es lograr un superávit fiscal antes de la liberalización.

Fischer (1986, 1987) Dado que la inflación genera serias distorsiones, la liberalización tendrá lugar bajo señales inapropiadas. Así, debe hacerse bajar la inflación primero.

Sachs (1987, 1988) Las dos políticas conducen a una "competencia de instrumentos", donde lo que se requiere que tenga éxito en un frente es opuesto a lo que se necesita para tener éxito en el otro. La evidencia histórica de exportadores asiáticos exitosos sugiere que la estabilización debe ser consolidada antes de intentar reformas comerciales.

alta volatilidad de los precios relativos y, así, a una mayor incertidumbre. Esto, a su turno, afecta los incentivos a la inversión y la reasignación de los recursos haciendo que la liberalización en países con inflación alta sea una propuesta algo arriesgada. Segundo, grandes desequilibrios macroeconómicos generalmente tendrán efectos sobre la estructura de protección; a medida que aumentan las presiones macroeconómicas la mayoría de los países aumentarán las tarifas y gravarán el comercio, incrementarán los controles al cambio y al capital en un esfuerzo por disminuir la salida de reservas. Estas restricciones comerciales que obedecen a políticas macro inconsistentes algunas veces son llamadas controles motivados por la "balanza de pagos". En estos casos, entonces, la capacidad para reducir el alcance de las restricciones externas estará relacionada con el progreso hecho en el control de las presiones macroeconómicas. Finalmente, es importante anotar que los costos asociados con un programa de estabilización dependerán de forma directa de la magnitud inicial del desequilibrio macroeconómico; terminar con inflaciones altas es generalmente una empresa más difícil, prolongada, y costosa que derrotar inflaciones moderadas (ver Edwards 1989e).

Una evaluación reciente de los préstamos para el ajuste estructural (PAE) del Banco Mundial sugiere que dos de los determinantes más importantes de una reforma comercial de liberalización exitosa son el control del déficit fiscal y el comportamiento de la tasa de cambio real <sup>7</sup>. Este estudio muestra que los países que no progresaron en sus objetivos de reforma comercial fueron los mismos que no fueron capaces de implementar una devaluación real. El examen de los intentos de liberalización comercial bajo el patrocinio de los PAE del Banco Mundial también sugiere que la inversión se comporta de manera muy diferente en países exitosos y no exitosos. Aquellos países que alcanzaron sus objetivos de liberalización experimentaron grandes fluctuaciones en la inversión, mientras que aquellos que fracasaron en la apertura de sus economías experimentaron caídas significativas en la inversión <sup>8</sup>. Para los liberalizadores exitosos la

---

7. Un alto porcentaje de los PAE del Banco Mundial incluye la liberalización comercial como una condición para el desembolso de fondos. El documento elaborado por Edwards (1989e), que sirvió como fundamento para un estudio del Banco Mundial sobre política comercial, trató con 24 países que recibieron PAE entre 1979, y 1985. Los países incluidos en el estudio son: Chile, Corea, Jamaica, Mauricio, Méjico, Turquía, Bangladesh, Colombia, Costa de Marfil, Ghana, Kenia, Madagascar, Marruecos, Panamá, Filipinas, Senegal, Guyana, Malawi, Pakistán, Tailandia, Togo, Yugoslavia, Zambia, y Zimbabwe.

8. Debe anotarse, sin embargo, que no es posible saber exactamente hasta qué punto la caída en la inversión se debe al desequilibrio macro.

relación inversión /PIB era de 20.9<sup>o</sup>/o tres años antes de la reforma y 29.4<sup>o</sup>/o tres años después de la reforma. Por el otro lado, para el caso de los "países que fracasaron" estas cifras eran de 28.4<sup>o</sup>/o y 19.7<sup>o</sup>/o respectivamente.

Cuando se trata de la interacción entre las políticas de liberalización y estabilización, es importante especificar claramente el alcance del desequilibrio macroeconómico que enfrenta el país. Esto determinará considerablemente el paquete de política más deseable, incluyendo la secuencia de las diferentes medidas.

#### A. LIBERALIZACION Y AJUSTE MACROECONOMICO EN PAISES CON INFLACION MODERADA.

La mayoría de las naciones asiáticas tradicionalmente han tenido niveles bajos o medios de inflación (hasta 30<sup>o</sup>/o anual). Bajo estas condiciones hay, cuando más, interconexiones modestas entre los programas de estabilización y liberalización. En estos casos los efectos distorsionadores de la inflación, aunque grandes, no son desestabilizadores, los déficits fiscales no son abrumadores, la indexación no ha tomado posesión de todas las transacciones, y la estructura de protección básicamente responde a los motivos de asignación de los recursos y no a las presiones de la balanza de pagos. Como lo ha resaltado Anne Krueger (1981), bajo estas circunstancias, y siempre y cuando se evite la desalineación de la TCR, no hay razón para aplazar la liberalización hasta que sea derrotado el desequilibrio macroeconómico. De hecho, un grupo de medidas relacionadas con la liberalización misma pueden ayudar al esfuerzo de rebajar la inflación. Primero, el reemplazo de las cuotas por tarifas incrementará los ingresos del gobierno ayudando a reducir el déficit fiscal y las presiones inflacionarias concomitantes. Segundo, la reducción de tarifas por sí misma contribuirá al esfuerzo anti-inflacionario presionando hacia abajo el precio interno de los bienes importados.

Indudablemente el aspecto más importante de la reforma comercial emprendida en este tipo de países es evitar el desalineamiento de la tasa de cambio real durante el proceso de reducción de la inflación. Más específicamente, dado que los regímenes de comercio más liberales "requerirán" una tasa de cambio real de equilibrio más devaluada que los regímenes más distorsionados, las autoridades deben asegurarse de que esta devaluación real tenga lugar verdaderamente. Dependiendo del nivel inicial de inflación y de la capacidad para implementar políticas macro correctivas, se puede alcanzar

la nueva tasa de cambio real (más devaluada) vía una devaluación nominal paso a paso o gota a gota. En naciones con tasas de inflación relativamente bajas, una devaluación nominal paso a paso puede ser suficiente para alcanzar el nuevo nivel de equilibrio de la tasa de cambio real. Sin embargo, en aquellos países con una tasa de inflación media (20 — 40% anual), un sistema de minidevaluaciones práctico puede ser la ruta más apropiada<sup>9</sup>. Como se muestra en el artículo de Edwards (1989c), este ha sido verdaderamente el caso de la mayoría de los países que han implementado exitosamente reformas comerciales mientras que controlaban la inflación bajo los auspicios de los Préstamos para el Ajuste Comercial del Banco Mundial en los 80.

La existencia del lastre de la deuda agrega una cantidad de complicaciones al diseño de las reformas comerciales, y en particular a su interacción con la estabilización macroeconómica. Aunque estas dificultades son particularmente agudas en presencia de altas y muy altas tasas de inflación, también se dan en contextos de inflación moderada. En primer lugar, la crisis de la deuda ha alterado las condiciones iniciales desde las cuales se tienen que iniciar las reformas estructurales. Esto se debe a que muchos países respondieron inicialmente a la crisis reprimiendo las importaciones vía mayores restricciones comerciales. Segundo, bajo condiciones de crisis se requieren devaluaciones reales mayores con el objeto de generar una transferencia externa positiva más alta. Estas devaluaciones, a su turno, presionan el déficit fiscal por medio del incremento del costo en moneda doméstica del servicio de la deuda externa. Tercero, bajo estas circunstancias generalmente el público será escéptico acerca del sostenimiento de la reforma comercial propuesta. Como una consecuencia de esto, la disminución de la protección puede — y generalmente lo hará — conducir a aumentos muy grandes de las importaciones (especialmente de repuestos, productos intermedios, y bienes de consumo durables) que empeorarán la balanza comercial. Cuarto, la existencia de un lastre grande de deuda implica que habrá muy pocos, si es que hay, incentivos para incrementar la inversión. Esto, por supuesto, afecta negativamente las opciones de éxito del programa de liberalización. De hecho, la evidencia reciente indica que aún en aquellos países que han recibido asistencia del Banco Mundial para emprender la reforma la relación de inversión ha permanecido bastante baja.

---

9. Edwards (1989) proporciona una comparación de los resultados de 11 devaluaciones paso a paso y de 7 minidevaluaciones en América Latina.



## B. LA ESTABILIZACION Y EL AJUSTE ESTRUCTURAL EN PAISES CON INFLACION MEDIA Y ALTA.

En el caso de los países con inflación alta, sin embargo, proceder más lentamente es una estrategia más prudente. Inicialmente, mientras que el proceso de control del déficit fiscal está en camino y la inflación no está totalmente dominada, se recomienda eliminar *algunos* de los controles y distorsiones externas. En particular, en este estado es generalmente deseable atacar aquellas restricciones que han sido impuestas únicamente con motivo de la "balanza de pagos". Medidas más drásticas de reforma comercial (por ej., aquellas que tratan con las restricciones impuestas originalmente con motivo de la asignación de los recursos) generalmente deben ser aplazadas hasta que se alcance el equilibrio macroeconómico.

El principal razonamiento detrás de la anterior recomendación tiene que ver con el problema de la "competencia de instrumentos". En un contexto altamente inflacionario algunas medidas de política conducentes a lograr la estabilidad macroeconómica tenderían a obstaculizar los objetivos de liberalización. De hecho, una de las fuentes más importantes de tensión entre los programas de estabilización y de liberalización reside en el hecho de que una liberalización exitosa requiere una devaluación de la tasa de cambio real, mientras que las reducciones de la inflación muchas veces han conducido a una revaluación de la tasa de cambio real (Edwards, 1989e). Históricamente, los episodios de reducción de la inflación junto con revaluación de la tasa de cambio real han sido más que todo un resultado de los programas de estabilización que se han atendido a alguna forma de tasas de cambio nominales fijas para proporcionar un soporte a las expectativas y a los precios domésticos<sup>10</sup>.

Una segunda fuente importante de "competencia de instrumentos" se refiere al papel que juegan los impuestos al comercio como una fuente de recursos en los países en desarrollo. En muchos casos la eliminación de las tarifas conduce a un descenso en los ingresos por impuestos y, así, a un incremento en el déficit fiscal, ejerciendo una presión positiva sobre la inflación. En los países con una *deuda pública* grande existe una tercera fuente potencial de conflicto. Si la liberalización está acompañada por una devaluación real — que

10. En esta discusión de la estabilización francesa bajo el mando de Poincaré, Sargent (1986) concluye que fijar la tasa de cambio nominal puede ser aún una forma muy eficiente de estabilizar una economía pequeña abierta. Ver Edwards (1989e) para un análisis empírico de esta propuesta.

es la política recomendada desde la perspectiva del sector externo — el costo real del servicio de la deuda aumentará, ejerciendo más presión sobre el déficit, y comprometiendo las metas de inflación.

A medida que el nivel prevaleciente de inflación se hace más alto la posibilidad de que se den grandes interconexiones entre los objetivos de estabilización y reforma comercial aumenta. Adicionalmente a la interconexión de la tasa de cambio real discutida arriba, en el caso de inflaciones muy rápidas (más de 100<sup>o</sup>/o anual), otras tres fuentes de conflicto entre los objetivos de las dos políticas, relacionadas con la variabilidad de los precios relativos, el comportamiento de la tasa de interés y la indexación de la tasa de salarios, pueden jugar un papel muy importante. Como lo ha enfatizado Fischer (1986, 1987), una consecuencia importante de una inflación rápida es que los precios relativos se vuelven muy variables. Esto acrecienta el grado de incertidumbre en la economía y tiene un impacto negativo sobre las decisiones de inversión. El proceso de la asignación sectorial del capital se puede, verdaderamente, romper seriamente con alguna parte de la inversión fluyendo hacia los sectores "que no son". De hecho, una investigación empírica reciente ha encontrado que aquellos países con una mayor variabilidad de los precios relativos de los bienes comercializables hacia los bienes no comercializables han tenido la tendencia a reducir la relación de inversión agregada frente a aquellas naciones con precios relativos más estables (Edwards 1989e). Todo esto, por supuesto, sugiere que los objetivos de liberalización pueden ser obstaculizados si se intenta la reforma antes de que la macroeconomía se haya estabilizado. Como una consecuencia de esto un grupo de autores, más notablemente Stanley Fischer, ha argumentado que bajo condiciones de inflación *muy alta* las reformas de liberalización deben ser aplazadas hasta que el ambiente macroeconómico haya recuperado su estabilidad.

El Cuadro 2, tomado de Edwards (1989e), proporciona un resumen de las implicaciones de política relacionadas con la secuencia de las reformas micro y la estabilización macro. Muchas de las naciones asiáticas entran en la primera categoría de *inflación moderada*. Esto significa que para estos países hay solo una relación tenue entre las reformas macro y las micro; bajo la mayoría de las circunstancias estas últimas pueden ser emprendidas de manera un poco independiente de la situación macro. Esto no quiere decir, sin embargo, que las restricciones básicas de presupuesto, o el equilibrio de la tasa de cambio real, en cuanto a eso, puedan ser violados. De hecho, si esto sucede es muy probable que surjan serios problemas de



## CUADRO 2

Macroeconomía y Políticas de  
Liberalización Comercial:Algunas Recomendaciones de Política  
para los Países Menos Desarrollados

Desequilibrio Macro Inicial	Devaluación	Reemplazar las RC's por Tarifas?	Restricciones Motivadas por la Balanza de Pagos	Asignación de Recursos Niveles de Protección.
1. Inflación Moderada ( $\leq 35\%$ )	Si. Puede ser aconsejable una devaluación paso a paso. Se debe tener cuidado de que la TCR sea devaluada en la cantidad requerida por la liberalización.	Si. En general esto mejorará los ingresos & ayudará a reducir el déficit fiscal.	Generalmente no existen o son muy pequeñas.	Pueden ser reducidos independientemente de las políticas de liberalización. Se debe tener cuidado, sin embargo, con el reemplazo de tarifas como fuente de ingresos.
2. Inflación alta (40% - 100%)	Si. Se debe adoptar un sistema de minidevaluaciones. En algunos casos esto puede seguir a una devaluación paso a paso mayor encaminada a corregir el desalineamiento.	Si.	Deben ser reducidas simultáneamente con la estabilización.	Debe ser aplazado hasta que las presiones macroeconómicas más apremiantes bajen. En algunos casos el sistema impositivo debe ser reformado.
3. Inflación muy Alta (por encima de 100%)	En algunos casos puede ser aconsejable una devaluación paso a paso grande seguida por una tasa fija (hiperinflaciones). En otros casos sería más aconsejable una devaluación gota a gota.	Si.	En algunos casos su reducción debe ser aplazada hasta que se recupere algún orden macro. En otros, se pueden reducir algunas restricciones simultáneamente con la estabilización.	Deben ser aplazados hasta que se logre el equilibrio macroeconómico. Las consideraciones de ingresos serán importantes en algunos países.

FUENTE: Edwards (1989e).

*credibilidad*, perjudicando eventualmente el sostenimiento de las reformas macro.

### VIII. LOS EPISODIOS DEL CONO SUR Y LA SECUENCIA DE LA REFORMA ESTRUCTURAL.

A pesar de que la literatura sobre las reformas estructurales relacionada con los países menos desarrollados ha sido bastante rica en visiones analíticas, se ha emprendido relativamente poco trabajo empírico de naturaleza estadística sobre el tema. En términos de las explicaciones *ex-post* del resultado de la reforma, un número considerable de autores ha discutido las experiencias de Argentina, Chile y Uruguay. Algunos de los trabajos en esta área incluyen aquellos de McKinnon (1982), Harberger (1982), Dornbusch (1982, 1985), Calvo (1983, 1986), Corbo y de Melo (1985, 1987), Balassa (1982a, b), Edwards (1985, 1986) y Edwards y Cox-Edwards (1987). El experimento chileno ofrece algunas lecciones importantes para el debate de la secuencia. Primero, este episodio muestra que los efectos desestabilizadores de movimientos masivos de capital son mucho más grandes que lo que la mayoría de los observadores pensaron inicialmente. Dando una mirada hacia atrás podemos decir que en el caso chileno hubiera sido aconsejable distanciar aún más en el tiempo las reformas de la cuenta corriente y la del mercado de capitales.

De manera más general, la experiencia sugiere que en los países donde las condiciones iniciales se parecen a aquellas de Chile al principio de los 70, la cuenta de capital debe ser abierta de manera bastante lenta y después de que haya transcurrido "suficiente" tiempo desde que las reformas comerciales se hayan terminado. Por supuesto, no es posible afirmar de forma precisa qué quiere decir "suficientemente después". Los encargados de la política, sin embargo, deberían monitorear los movimientos de la tasa de cambio real y el comportamiento del sector externo al momento de tomar la decisión sobre cómo y cuándo relajar los controles sobre los movimientos de capital. Segundo, el experimento chileno muestra claramente que los efectos desestabilizadores de los movimientos masivos de capital se amplifican bastante en presencia de otras distorsiones como las rigideces del salario impuestas legalmente. Y tercero, esta experiencia pone de relieve el papel crucial de la credibilidad en el éxito de una reforma económica. Como se dijo antes, si el público cree que el intento de reforma será revertido, actuará en conse-

cuencia y aún estará en capacidad de frustrar toda la reforma de liberalización.

En el caso chileno la combinación de una marcada sobrevaluación de la tasa de cambio real y una política macroeconómica gubernamental pasiva debilitó la credibilidad del público en el mantenimiento tanto de la política de tasa de cambio como de la reforma de tarifas. De hecho, es en la esfera de la credibilidad donde está la lección más importante de la secuencia de la liberalización; en un sentido, la implementación de un paquete de política consistente y creíble se vuelve más importante que la determinación del orden "correcto" de la liberalización ( ver Edwards y Cox Edwards, 1987).

Las experiencias del Cono Sur han sido utilizadas en la evaluación y diseño de las políticas en otros países. Por ejemplo, algunos autores han argumentado que con el propósito de evitar el destino del Cono Sur, Corea debería aplazar la apertura de la cuenta de capital. Aunque en este momento no hay escritos disponibles para el público, los encargados de la política en Ecuador, Bolivia, y Méjico han estudiado seriamente la literatura existente sobre el Cono Sur para diseñar sus políticas de reforma estructural.

## IX. RESUMEN.

La vista panorámica presentada en este documento refleja la gran cantidad de trabajo y energía dedicados al análisis de los problemas de la secuencia dentro del contexto de las economías de los países menos desarrollados. Algunas de las visiones desarrolladas en estos documentos son, claramente, de interés tanto para los países de Europa Oriental como para las naciones más avanzadas. Primero, la idea de la "competencia de instrumentos", que está relacionada estrechamente con el concepto del "dilema de política" desarrollado en los años sesenta, tiene una aplicación universal. Segundo, la preocupación por la tasa de cambio real como un precio relativo crucial también es pertinente para los países industrializados lo mismo que para los países socialistas que están tratando de reformar sus economías. Verdaderamente un punto importante señalado por un grupo de autores, incluyendo a Dornbusch, Williamson y Feldstein, es que los desequilibrios de la tasa de cambio real — o desalineamientos de la tasa de cambio real — pueden ser muy costosos para las naciones avanzadas.

## BIBLIOGRAFIA

- Aizenman, Joshua y Jacob A. Frenkel, "Wage Indexation, Supply Shocks, and Monetary Policy in a Small, Open Economy", en S. Edwards y L. Ahamed, eds., Economic Adjustment and Exchange Rates in Developing Countries, Chicago: University of Chicago Press, 1986.
- Balassa, Bela The Process of Industrial Development and Alternative Development Strategies, Princeton Essays in International Finance no. 141, Princeton: Princeton University Press, Diciembre 1980.
- , Development Strategies in Semi-Industrial Economies, Oxford: Oxford University Press, 1982a.
- , "Structural Adjustment Policies in Developing Countries," World Development, Enero 1982b, 10, 114-36.
- , "The Interaction of Domestic Distortions With Development Strategies", World Bank Development Research Department, Discussion Paper no. 249, Febrero 1987a.
- , "The Effects of Exchange Rate Changes in Developing Countries", World Bank Development Research Department, Discussion Paper no. 291, Mayo 1987b.
- Baghwati, Jagdish. Anatomy and Consequences of Exchange Control Regimes, New York: National Bureau of Economic Research, 1978.
- , ed., Import Competition and Response, Chicago: University of Chicago Press, 1982.
- , "Export-Promoting Trade Strategy: Issues and Evidence", World Bank Research Observer, Enero 1988, 3.
- Bhandari, Jagdeep, "Trade Reform Under Partial Currency Convertibility: Some Suggestive Results", IMF Working Paper WP/88/69, Agosto 1988.
- Bhattacharya, A., y J. Linn, "Trade and Industrial Policies in the Developing Countries of East Asia", World Bank Discussion Paper No. 27; Washington, DC, 1988.
- Blejer, Mario y Silvia Sagari, "The Structure of the Banking Sector and the Sequencing of Financial Liberalization", en M. Connolly y C. González, eds., Economic Reform and Stabilization in Latin America, New York: Praeger, 1987.
- Brecher, Richard y Jagdish Bhagwati, "Immiserizing Transfers from Abroad", Journal of International Economics, Agosto 1982, 13, 353-64.
- y Carlos Díaz-Alejandro, "Tariffs, Foreign Capital and Immiserizing Growth", Journal of International Economics, Noviembre 1977, 7, 317-22.
- Calvo, Guillermo A., "On the Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy", Econometría, 1978, 46, 1411-28.
- , "Trying to Stabilize: Some Theoretical Reflections Based on the Case of Argentina", en P. Aspe, et al. (eds.) Financial Policies and the World Capital Market, University of Chicago Press, 1983.
- , "Fractured Liberalism: Argentina Under Martínez de Hoz", Economic Development and Cultural Change, Abril 1986, 34, no. 3, 511-33.
- , "On the Costs of Temporary Liberalization/Stabilization Experiments", en M. Connolly y C. González, ed., Economic Reform and Stabilization in Latin America, New York: Praeger, 1987.

, "Servicing the Public Debt: The Role of Expectations", American Economic Review, 18, Septiembre 1988.

Choski, Armeane y Demetris Papageorgiou (eds.) Economic Liberalization in Developing Countries, Oxford: Blackwell, 1986.

Clark, Paul, "Step-by-Step Liberalization of a Controlled Economy: Experience in Egypt", sin publicar ms., 1986.

Cline, William R., Trade Policy in the 1980s, Washington: Institute for International Economics, 1983.

Connolly, Michael y J. McDermott, eds., The Economics of the Caribbean Basin, New York: Praeger, 1984.

Cooper, Richard N., "Currency Devaluation in Developing Countries", Princeton Essays in International Finance, no. 86, Princeton: Princeton University Press, Junio 1971.

Corbo, Vittorio, "The Use of the Exchange Rate for Stabilization Purposes: The Case of Chile", en M. Connolly y C. González, eds., Economic Reform and Stabilization in Latin America, New York: Praeger, 1987.

, y Jaime de Melo, "Liberalization and Stabilization in the Southern Cone of Latin America: Overview and Summary", World Development, Agosto, 1985, 13, 5-15.

Corden, W. Max, "Protection and Liberalization: A Review of Analytical Issues", IMF Occasional Paper 54, Washington, DC, Agosto 1987.

y R. Findlay, "Urban Unemployment, Intersectoral Capital Mobility and Development Policy", Económica, 42: 59-78, 1975.

Cox-Edwards, Alejandra, "Economic Reform, External Shocks and the Labor Market: Chile 1974-1983", documento presentado en la Conferencia del Banco Mundial sobre el Ajuste de los Mercados de Trabajo en los Países menos Desarrollados, Junio 1986.

Cuddington, John T., "Capital Flight: Estimates, Issues, and Explanations", Princeton Studies in International Finance, no 58, Princeton: Princeton University Press, 1986.

Cukierman, Alex, S. Edwards y G. Tabellini, "Political Instability and Seignorage" documento presentado en la Conferencia sobre Política Económica del NBER, 1989.

de Melo, Jaime, "Financial Reforms, Stabilization, and Growth Under High Capital Mobility: Uruguay 1974-1983", en M. Connolly y C. González, eds., Economic Reform and Stabilization in Latin America, New York: Praeger, 1987.

Dervis, Kemal, Jaime de Melo y Sherman Robinson, "A General Equilibrium Analysis of Foreign Exchange Shortages in a Developing Economy", Economic Journal, Diciembre 1981.

Díaz-Alejandro, Carlos F., "Trade Policies and Economic Development", en P.B. Kenen, ed., International Trade and Finance: Frontiers for Research, Cambridge, UK: Cambridge University Press, 1975.

, "Southern Cone Stabilization Plans", en W.R. Cline y S. Weintraub, eds., Economic Stabilization in Developing Countries, Washington: Brookings Institution, 1981.

, "Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash", Journal of Development Economics, Enero 1987, 19, 1-24.

Dornbusch, Rudiger, "Tariffs and Nontraded Goods", Journal of International Economics, Agosto 1974, 177-85.

, "Remarks on the Southern Cone", IMF Starr Papers, Marzo 1983b, 30, 173-76.

, "External Debt, Budget Deficits, and Disequilibrium Exchange Rates", en G. Smith y J. Cuddington, eds., International Debt in the Developing Countries, Washington: World Bank, 1985.

, "Notes on Credibility and Stabilization", MIT Working Paper, 1988.

Edwards, Sebastián, "The Order of Liberalization of the External Sector in Developing Countries", Princeton Essays in International Finance no. 156, Princeton: Princeton University Press, Diciembre 1984.

, "Stabilization with Liberalization: An Evaluation of Ten Years of Chile's Experience with Free Market Policies", Economic Development and Cultural Change, Enero 1985, 33, 223-54.

, "Monetarism in Chile, 1973-1983: Some Economic Puzzles", Economic Development and Cultural Change, Abril 1986, 34, 535-59.

, "Sequencing of Economic Liberalization in Developing Countries", Finance and Development, Marzo 1987c, 26-29.

, "Terms of Trade, Tariffs and Labor Market Adjustment in Developing Countries", World Bank Economic Review, 1988a, 2, 165-85.

, "Structural Adjustment in Highly Indebted Countries", en J. Sachs (ed.) The Developing Countries Debt Crisis, University of Chicago Press, 1988b.

, Real Exchange Rates, Devaluation and Adjustment; Exchange Rate Policy in Developing Countries, MIT Press, 1989a, próximo a aparecer.

"Tariffs, Capital Controls and Equilibrium Real Exchange Rates", Canadian Journal of Economics, 22, 1989b.

, "Temporary Terms of Trade Disturbances, Real Exchange Rates and the Current Account", Económica, 1989c, próximo a aparecer.

, "On the Sequencing of Structural reforms in Developing Countries", NBER Working Paper (1989d).

y Alejandra Cox-Edwards, Monetarism and Liberalization: The Chilean Experiment, Cambridge, MA: Ballinger, 1987.

y Sweder van Wijnbergen, "The Welfare Effects of Trade and Capital Market Liberalization: Consequences of Different Sequencing Scenarios", NBER Working Paper no. 1245, Diciembre 1983.

- y -, "The Welfare Effects of Trade and Capital Market Liberalization", International Economic Review, Febrero 1986, 27, 141-48.

- y -, "Tariffs, the Real Exchange Rate and the Terms of Trade: On Two Popular Propositions in International Economics", Oxford Economic Papers, 1987a, 39, 458-64.

Fischer, S., "Issues in Medium Term Macroeconomic Adjustment", World Bank Observer, Julio 1986.

, "Economic Growth and Economic Policy", en V. Corbo (et al.) Growth-Oriented Adjustment Programs, Washington, DC: IMF-World Bank, 1987.

Frenkel, Jacob A., "The Order of Economic Liberalization: A Comment", en K. Brunner y A.H. Meltzer, eds., Economic Policy in a World of Change, Amsterdam: North-Holland 1982.



, "Remarks on the Southern Cone". IMF Staff Papers, Marzo 1983, 30, 164-73.

Harberger, Arnold, "Three Basic Principles on Applied Welfare Economics", Journal of Economic Literature, 9, Septiembre 1971a.

, "On Measuring the Social Opportunity Cost of Labor", ILO Review, 193, no. 6: 559-79, 1971b.

, "The Chilean Economy in the 1970s: Crisis, Stabilization, Liberalization, Reform", en K. Brunner y A. H. Meltzer, eds., Economic Policy in a World of Change, Amsterdam: North-Holland, 1982.

Khan, Mohsin S., "Macroeconomic Adjustment in Developing Countries: A Policy Perspective", World Bank Research Observer, Enero 1987, 2, 23-42.

y Roberto Zahler, "The Macroeconomic Effects of Changes in Barriers to Trade and Capital Flows: A Simulation Analysis", IMF Staff Papers, Junio 1983, 30, 223-82.

Kiguel, Miguel A., y José S. Lizondo, "Theoretical and Policy Aspects of Dual Exchange Rate Systems", World Bank Development Research Department Discussion Paper no. 201, Octubre 1986.

Kim, K.S., y D.F. Ruccio, eds., Debt and Development in Latin America, Notre Dame: University of Notre Dame Press, 1985.

Krueger, Anne O., Foreign Trade Regimes and Economic Development: Liberalization Attempts and Consequences, New York: National Bureau of Economic Research, 1978.

, "Interactions Between Inflation and Trade-Regime Objectives in Stabilization Programs", en W.R. Cline y S. Weintraub, eds., Economic Stabilization in Developing Countries, Washington: Brookings Institution, 1981.

, "Problems of Liberalization", en A. Harberger, ed., World Economic Growth, San Francisco: ICS Press, 1984.

, "How to Liberalize a Small Open Economy?" en M. Connolly y J. McDermott, eds., The Economics of the Caribbean Basin, New York: Praeger, 1985.

"Resolving the Debt Crisis and Restoring Developing Countries Creditworthiness", documento presentado en la Conferencia Carnegie-Rochester sobre Política Pública, Univ. of Rochester, Abril 1988.

"Capital Movements and Trade in a Dynamic Perspective", documento presentado en la Conferencia Kiel sobre Flujos de Capital, 1990.

Lal, Deepak, "The Real Aspects of Stabilization and Structural Adjustment Policies: An Extension of the Australian Adjustment Model", World Bank Staff Working Paper no. 636, Marzo 1985.

"Comment", en A. Choski y D. Papageorgiou (eds.) Economic Liberalization in Developing Countries, Oxford: Basil Blackwell, 1986.

y Sarath Rajapatirana, "Foreign Trade Regimes and Economic Growth in Developing Countries", World Bank Research Observer, Julio 1987, 2, 189-218.

Leamer, Edward E., "Welfare Computations and the Optimal Staging of Tariff Adjustments in Models with Adjustment Costs", Journal of International Economics, Febrero 1980, 10, 21-36.

Little, Ian, Tibor Scitovsky, y Maurice Scott, Industry and Trade in Some Developing Countries: A comparative Study, London: Oxford University Press, 1970.

Mathieson, Donald J., "Financial Reform and Capital Flows in a Developing Economy", IMF Staff Papers, Septiembre 1978, 25, 450-89.

y R. McKinnon, "How to Manage a Repressed Economy", Princeton Essays in International Finance, no. 145, Princeton: Princeton University Press, Diciembre 1981.

Mayer, Wolfgang, "Short Run and Long Run Equilibrium for a Small Open Economy", Journal of Political Economy, 82, 1974.

McKinnon, Ronald I., Money and Capital in Economic Development, Washington: Brookings Institution, 1973.

, "The Order of Economic Liberalization: Lessons from Chile and Argentina", en K. Brunner y A. H. Meltzer, eds., Economic Policy in a World of Change, Amsterdam: North Holland, 1982.

, "The International Capital Market and Economic Liberalization in LDCs", The Developing Economics, Diciembre 1984, 22.

Michael, Michael, "Exports and Growth: An Empirical Investigation", Journal of Development Economics, Marzo 1977, 4, 49-54.

, "The Sequencing of Liberalization Policies: A Preliminary Statement of Issues", documento sin publicar, 1982.

, "Trade Liberalization Policies: Lessons of Experience", documento presentado en la conferencia "For a New Policy Towards Foreign Trade", Brasil, Abril 1987.

, Armeane Choski y D. Papageorgiou, "The Phasing of a Trade Liberalization Policy: Preliminary Evidence", documento presentado en el Encuentro Anual de la American Economic Association, New Orleans, Dic. 1986.

Mussa, Michael, "Tariffs and the Distribution of Income: The Importance of Factor Specificity", Journal of Political Economy, Noviembre 1974, 82, 1191-203

Neary, Peter, "Short-Run Capital Specificity and the Pure Theory of International Trade", Economic Journal, Septiembre 1978, 88, 448-510.

, "Capital Mobility, Wage Stickiness and the Case for Adjustment Assistance", en J. Bhagwati, ed., Import Competition and Response, Chicago: University of Chicago Press, 1982.

, "International Factor Mobility, Minimum Wages and Factor Price Equalization: A Synthesis", Quarterly Journal of Economics, 1985, 100.

Rodríguez, Carlos A., "Políticas de Estabilización en la Economía Argentina 1978-1982", Cuadernos de Economía, Abril 1983, 19, 322-40.

Rodrik, Dani, "Trade and Capital Account Liberalization in a Keynesian Economy", Journal of International Economics, Agosto 1987, 23.

, "Liberalization, Sustainability and the Design of Structural Adjustment Programs", J.F. Kennedy School, Harvard Working Paper No. 177D, 1989.

Sachs, J., "Trade and Exchange Rate Policies in Growth-Oriented Adjustment Programs", en V. Corbo, et al. (eds.) Growth-Oriented Adjustment Programs IMF-World Bank, 1987.

, "Conditionality, Debt Relief and the Developing Countries' Debt Crisis", NBER Working Paper No. 2644, 1988.



Sell, Friedrich, "True Exposure: The Analysis of Trade Liberalization in a General Equilibrium Framework", Weltwirtschaftliches Archiv Band 124, Heft 4, 1988.

Stockman, Allan, "The Order of Liberalization: Comment", en K. Brunner y A. Meltzer (eds.), Economic Policy in a World of Change, Amsterdam: North-Holland 1982.

van Wijnbergen, Sweder, "Interdependence Revisited: A Developing Countries Perspective on Macroeconomic Management and Trade Policy in the Industrial World", Economic Policy, Noviembre 1985, 1, 81-114.

, "On the Macroeconomic Aspects of Foreign Aid: The Two-Gap Model Revisited", Journal of International Economics, Julio 1986.

## COMENTARIO

*Miguel Urrutia\**

### I. INTRODUCCION

**E**l trabajo de Sebastián Edwards es una reseña muy valiosa de la literatura sobre la secuencia en que se deben llevar a cabo las diferentes reformas que liberan una economía. En particular, interesa saber si la liberalización comercial debe anteceder la liberalización de los flujos de capital externo, o si la liberalización debe hacerse al tiempo en ambos mercados. El segundo tema de análisis es si la estabilización, o control de la inflación, es un prerrequisito para la liberalización comercial.

Ambos temas son de interés en la actual coyuntura colombiana. Vale la pena tratar de aplicar las conclusiones reseñadas por Edwards al caso Colombiano.

### II. LIBERALIZACION DE LOS FLUJOS EXTERNOS DE CAPITAL

Quienes sostienen que la liberalización de los flujos externos puede facilitar la apertura comercial dan el argumento de que dicha liberalización puede disminuir los costos de la apertura en términos de mitigar la magnitud de la devaluación real que podría generar y los costos del ajuste en precios relativos (Krueger).

Al contrario, Edwards, Michaely, y Corden concluyen que la liberalización de los flujos de capital externos puede dificultar la apertura comercial. Esa conclusión se basa en la relación empírica que se ha encontrado entre liberalizaciones comerciales exitosas y mantenimiento de la tasa de cambio real. Michaely, al analizar la experiencia de 19 países con la liberalización, concluye que en todos los casos exitosos los países habían mantenido una tasa de cambio real más o menos constante en el largo plazo. Edwards, por

---

\* Director Ejecutivo Fedesarrollo

su parte, ha encontrado que la volatilidad en la tasa de cambio real afecta negativamente la tasa de crecimiento.

Estas conclusiones sugieren que podría ser peligrosa la liberalización de los flujos externos en el momento de la liberalización comercial por dos razones:

1. El flujo de capital externo puede llevar a una revaluación real.
2. La libertad cambiaria puede aumentar la volatilidad en la tasa de cambio real.

Me parece que en el caso colombiano actual esos argumentos son poderosos. En la actualidad las exportaciones mineras y las menores están produciendo un superávit comercial, y la tasa de interés interna es superior a la internacional. En esas circunstancias una liberalización de los flujos de capital de corto plazo podría llevar a una revaluación real de la tasa de cambio, y eso haría insostenible la apertura comercial en el largo plazo.

Vale la pena recordar, que aún devaluando la tasa de cambio nominal, si los flujos de capital aumentan las reservas, la aceleración en la oferta monetaria produce una revaluación real a través de aumentos en los precios internos.

El peligro de que en Colombia una liberación cambiaria aumente los flujos de capital es grande debido a los capitales de nacionales en el exterior. Estos capitales se mantienen en el exterior en parte para evadir el control de cambios. Al eliminarlo, muchos de estos capitales se repatriarían. Eso no sería grave si se utilizaran para pagar deuda externa, pues en ese caso no aumentarían las reservas y la oferta monetaria. El problema es que esos capitales son privados y la deuda es pública. El buen uso de los capitales nacionales reintegrados paradójicamente requeriría un aumento en los impuestos, para poder compensar el ingreso de esos capitales con pago de deuda externa pública. Desafortunadamente, todas las propuestas para liberalizar el control de cambios establecen amnistía tributaria para esos capitales, y tampoco se discute un aumento en la carga tributaria.

Las condiciones anteriores me sugieren que en Colombia probablemente sería lógico completar la liberalización comercial antes de emprender una liberalización a fondo de los flujos de capital externos.

Se observará que la argumentación anterior justifica el control

de cambios en términos de evitar *ingresos* de capital. Eso es lógico, pues en Colombia se sabe que dicho control no impide los egresos de capital, pero sí puede disminuir el flujo de créditos de corto plazo. Una implicación adicional del argumento, es que sería útil flexibilizar el régimen actual de *pagos* al exterior. Facilitar esos pagos es compatible con una política de devaluación real, la cual es a la vez una condición necesaria para la apertura comercial exitosa.

### III. LA CREDIBILIDAD

La literatura reseñada por Edwards pone mucho énfasis en la credibilidad del paquete de liberalización. Si la política oficial no tiene credibilidad, los operadores económicos la van a frustrar a través de la especulación. En particular, la falta de credibilidad llevará a que los agentes económicos importen masivamente en el convencimiento de que la liberación no durará. Esto ocurrió en Chile, y ha ocurrido en Colombia siempre. Esas importaciones especulativas crean un déficit cambiario que hace imposible mantener la liberalización.

La primera vez que en Colombia los anuncios de liberalización han llevado a disminuciones en importaciones es ahora. Esto sugiere que por primera vez los agentes económicos han considerado que la política de liberalización es creíble. Ese es un gran activo del gobierno. Sería una tragedia perder la oportunidad de llevar a cabo la apertura en un momento en que existe esa credibilidad.

### IV. LOS COSTOS DE LA LIBERALIZACION COMERCIAL

Para los colombianos, que emprendemos ahora un proceso de liberalización comercial, es muy interesante saber que en los 19 países estudiados por Michaely, Choski, y Papageorgiou los procesos de reforma estructural y liberalización del comercio no generaron aumentos significativos en desempleo. Ese estudio también mostró que los países que no pudieron mantener la liberalización comercial fueron aquellos que dejaron revaluar su tasa de cambio real.

### V. ESTABILIZACION O LIBERALIZACION

La reseña de Edwards también trata el problema de si la estabilización es una precondición a la liberalización.

Como tiende a ocurrir en Economía, las conclusiones no son claras.

Hay buenos argumentos a favor de la tesis de que no se puede liberalizar sin antes haber eliminado los principales desequilibrios macroeconómicos. Es convincente el argumento de que el uso de los instrumentos de política difiere según el objetivo deseado. Por ejemplo, la estabilización en procesos inflacionarios extremos puede requerir la congelación de la tasa de cambio nominal, política que hace difícil la liberalización comercial.

Lo que sí tal vez se puede concluir de la literatura reseñada por Edwards es que en procesos inflacionarios moderados, como el colombiano, no hay incompatibilidad entre políticas simultáneas de liberalización comercial y estabilización.

## VI. CONCLUSION

No es fácil hacer los procesos de liberalización económica sostenibles. El primer requisito es que la política sea creíble para los operadores económicos. Segundo, hay que lograr mantener el nivel real de la tasa de cambio. Yo creo que en Colombia será más fácil lograr esta última meta si se pospone la liberalización de flujos de capitales externos.

La buena noticia es que el análisis de los procesos exitosos de liberalización comercial a nivel internacional sugieren que dichos procesos no generan desempleo durante la transición y que los países que han podido sostener sus políticas de liberalización comercial han experimentado aumentos significativos en la inversión.

Finalmente, el análisis de Edwards me sugiere que Colombia actualmente está en condiciones ideales para iniciar un proceso de liberalización. No tiene desajustes macroeconómicos mayores, inicia el proceso con una tasa de cambio bastante competitiva, y hay credibilidad, pues los operadores económicos por primera vez consideran que la apertura comercial es inevitable.

# LA REFORMA DEL ESTATUTO CAMBIARIO

*Armando Montenegro\**

## INTRODUCCION \*\*

**E**n Colombia celebramos los aniversarios de nuestras instituciones y de nuestras leyes de una manera muy peculiar. En esas ocasiones, al lado de los discursos y conmemoraciones, no pensamos en el pasado sino en el futuro y comenzamos a explorar modificaciones necesarias. Esto ocurrió recientemente con la Constitución de 1886 y con el Estatuto Cambiario de 1967. No habían pasado las celebraciones del centenario de la primera y de los 20 años del segundo, todavía estaba fresca la tinta de los textos celebratorios, cuando nos dimos a la tarea de reemplazarlos. Las celebraciones fueron el punto de partida de profundos procesos de reforma, de exámenes sobre sus carencias y posibilidades.

El caso del Estatuto Cambiario de 1967 es muy interesante. En unos pocos años, en la mente de la opinión pública, en el concepto de los empresarios y de los economistas, cambió sustancialmente el consenso que existía sobre sus virtudes. Se pasó de afirmar que el Decreto Ley 444 de 1967 había sido fundamental para salir de la crisis cambiaria de los años 60, y útil para conducir la economía del país durante 20 años, a reconocer que se había convertido en una camisa de fuerza para la Colombia de los años noventa. Una economía más amplia, más libre y más abierta requiere de mayor libertad y menores restricciones.

En este escrito se repasa el camino que ha recorrido el país en búsqueda de un modelo cambiario propio, desde los años 30 hasta nuestros días, cuando estamos en vísperas de derogar el benemérito Decreto Ley 444/67 y dar un paso hacia un sistema más moderno

---

\* Jefe del Departamento Nacional de Planeación.

\*\* Se agradece la colaboración de Pablo Roda y Rafael Rivas.

y ágil. Sobre todo, se hace énfasis en los puntos en los cuales el Estatuto Cambiario está desactualizado y en los aspectos que el gobierno considera indispensable modificar.

## I. LOS CONTROLES Y LA LIBERTAD DE CAMBIOS

En momentos en que discutimos el contenido de una gran modificación del Estatuto Cambiario, es útil reflexionar acerca de los motivos por los cuales existen este tipo de controles en los países que los han adoptado.

Los académicos coinciden en desvirtuar dos de las razones tradicionalmente esgrimidas en favor de la existencia de controles de cambios<sup>1</sup>. En primer lugar, sostienen que los controles no sirven para aislar los países de las oscilaciones de la economía mundial. En segundo lugar, demuestran que no es correcto afirmar que, por sí solos, los controles se deban imponer en forma indefinida para evitar la salida del ahorro al exterior, en busca de mejores condiciones financieras en otros países.

Este tipo de argumento no puede sustentarse en términos teóricos, pues no se puede suponer que el resto del mundo sea más inestable que el país que impone controles cambiarios y, además, que un adecuado sistema de precios e incentivos puede siempre "retener" y beneficiar el ahorro interno, evitando su salida al exterior. Con respecto a otro de los argumentos esgrimidos, el de las restricciones al movimiento de capitales, en la mayoría de los casos los controles son sólo un medio para tratar de aliviar un problema fiscal no resuelto, ampliando por vías administrativas la base tributaria. Algunas de las respuestas recientes ante las iniciativas del gobierno para facilitar el regreso de los capitales fugados nos recuerda el aspecto tributario del asunto.

Las verdaderas razones para la existencia de controles de cambios deben buscarse en factores estructurales e institucionales, que impiden la existencia de soluciones óptimas de mercado en los países en desarrollo<sup>2</sup>. Se trata, en síntesis, de explicaciones del tipo de "mal

---

1. Krugman, Paul. "Posibles Justificaciones al Control de Cambios", en *20 años del Régimen de Cambios y de Comercio Exterior*, Banco de la República, 1987.

2. Para un ejemplo del efecto de la estructura institucional sobre la política económica (en este caso sobre el control de los déficit fiscales), ver Anderson, Gary. "The US Federal Deficit and National Debt: A Political and Economic History" en *Déficits*, Buchanan, James et. al, Blackwell, 1986.

menor" o, comodicen los economistas, de una solución "second best".

En el caso de la tasa de cambio, los controles se impondrían cuando, frente a un problema de sobrevaluación, existen obstáculos que impiden que ésta se ajuste inmediatamente. Así nació el Decreto 444 de 1967. La tasa de cambio estaba sobrevaluada y existían serios problemas institucionales y políticos para ajustarla<sup>3</sup>. Ante la dificultad de devaluar, fue necesario imponer controles cuantitativos, los cuales se habrían de relajar a medida que se ajustara la tasa de cambio. En esas circunstancias, los analistas indican que los controles minimizan el costo de las políticas económicas, hacen menos gravosas las restricciones y maximizan el bienestar colectivo<sup>4</sup>.

Se ha probado, en distintos estudios, que en contornos inestables, los controles suavizan los movimientos especulativos cuando los gobiernos no gozan de credibilidad en el manejo de sus problemas monetarios y fiscales. En estos casos, los controles pueden posponer, pero no impedir, las crisis y optimizan el comportamiento económico<sup>5</sup>. El desarrollo de este argumento formal se acerca a una explicación popular sobre la verdadera justificación de los controles cambiarios. Ellos se plantean como seguros colectivos ante los efectos económicos de una mala administración. De esa forma, ante políticas monetarias y fiscales desordenadas, los controles evitan una crisis cambiaria inmediata y dan cierto margen de maniobra para realizar correcciones. Por ello, se ha afirmado que Brasil y Colombia, quienes mantuvieron controles de cambio, contaron con mejor suerte que sus vecinos al hacer frente a los efectos de políticas económicas vigentes durante los decenios anteriores.

Hoy en día, cuando hemos adquirido un manejo bastante equilibrado de los asuntos monetarios y fiscales, cuando la tasa de cambio está en equilibrio, cuando la economía se ha transformado sustancialmente hacia la diversificación de su sector externo, el proble-

---

3. De hecho, se arguye que la ANAPO estaba en ascenso y que los partidos tradicionales no estaban de acuerdo sobre la política económica del gobierno, sobre todo en relación con la conveniencia de devaluar. Sobre el tema, ver Maullin, Richard, "The Colombia IMF Disagreement of November-December 1966: An interpretation of its place in Colombian Politics, Santa Mónica. The Rand Corporation, 1967.

4. Ver Krugman, Paul. Op. Cit.

5. Ver, por ejemplo, Obstfeld, M. Rational and Self-fulfilling Balance of Payments Crisis, en "American Economic Review". Marzo 1986, y Sachs, J. (1987) Capital Controls and the Timing of Balance of Payments Crisis, en *Journal of International Money and Finance*. Vol. 5.



ma de la deuda externa está bajo control y nos proponemos abrir la economía a la competencia internacional, el siguiente paso consiste en contar con una nueva Ley Marco, capaz de relajar gradualmente los controles cambiarios y permitir, cada vez más, un comercio de divisas ordenado, sin trabas ni restricciones.

## II. ANTECEDENTES

Los antecedentes de la expedición del Decreto 444 de 1967 se remontan casi cuarenta años, con la búsqueda de un sistema cambiario que le permitiera al país sortear dos fenómenos permanentes de su economía en aquella época: una relativa estrechez de divisas, por un lado, y variaciones súbitas en lo que sería su tasa de cambio de equilibrio, causadas por la coyuntura cafetera, por el otro<sup>6</sup>.

En 1931, Colombia suspendió la convertibilidad de su moneda frente a la libra esterlina. A pesar de la introducción de controles de cambios, su frágil situación externa, en medio de la Depresión Mundial, provocó una caída de reservas que ejerció presión sobre el gobierno para que devaluara. Inicialmente, las autoridades se resistieron, otorgando, en vez, una bonificación a los exportadores de café. Finalmente, decidieron establecer un sistema de tasas de cambio múltiples, que satisficiera las aspiraciones de los exportadores, con una tasa relativamente alta, y mantuviera, al mismo tiempo, un ancla de estabilidad cambiaria, con una tasa más baja para las transacciones oficiales.

En 1933 se introdujo un mecanismo familiar: el de los certificados de cambio. Con él, se reconocía la conveniencia de permitir fluctuaciones en el precio de la divisa. Durante los tres años siguientes, el peso se devaluó hasta colocarse en una cotización de \$1.75 por dólar, cifra que se mantuvo inalterada hasta 1948, a pesar de la posibilidad de depreciar la moneda.

Cuatro años antes, en 1944, con el fin de la Segunda Guerra Mundial a la vista, se organizó la Conferencia de Bretton Woods, con el objeto de fijar las reglas de juego del comercio internacional para la postguerra. La filosofía que inspiraba el evento y las instituciones que vieron la luz como resultado, tales como el Fondo Monetario Interna-

---

6. Para la crónica de las tribulaciones cambiarias en esos años ver López, Alejandro "Las minidevaluaciones en Colombia: un largo período de búsqueda de una tasa de cambio libre pero intervenida" en *20 Años del Régimen de Cambios y de Comercio Exterior*. Banco de la República. 1987.

cional y el Banco Mundial, era la de eliminar las restricciones al comercio, ya fueran éstas de índole administrativa o cambiaria.

Estos principios se reflejaron en la insistencia del Fondo Monetario por el mantenimiento de tasas de cambio fijas para las transacciones corrientes, bajo el supuesto de que se promovía así la estabilidad y el crecimiento del comercio internacional. Se otorgaba una importancia secundaria al libre movimiento de capitales no asociados con operaciones comerciales y, por lo tanto, no había objeciones a tasas de cambio flexibles para este mercado. Además, a pesar de su adherencia a un sistema de tasas de cambio fijas para el comercio, el Fondo Monetario reconocía la vulnerabilidad cambiaria de muchos países y preveía la posibilidad de utilizar transitoriamente, y como medidas de excepción para devaluar, tasas múltiples o realineaciones.

A partir de 1945, con la adhesión del país al Fondo Monetario, la política cambiaria, en la cual Colombia busca establecer mecanismos para administrar los dos fenómenos que la aquejaban, mencionados atrás, se enmarca dentro de los parámetros permitidos por el Fondo. Hubo, claro, diferencias de apreciación en cuanto a la conveniencia de aplicar una u otra medida en casos particulares, pero Colombia siempre actuó de acuerdo con los principios constitutivos del Fondo.

Durante los dos decenios siguientes, el país estableció distintos sistemas de cambios, basados en instrumentos ya conocidos, como los certificados de cambio y las tasas múltiples. Curiosamente, durante gran parte del tiempo se optó por mantener una tasa de cambio libre para los movimientos de capital, y el país concentró sus esfuerzos en administrar la tasa de cambio comercial, ya a través de los certificados de cambio, ya por medio de remates de divisas organizados por el Banco de la República, los cuales, por la estrechez del mercado, fueron siempre altamente administrados.

En 1959, después del ajuste económico del comienzo del Frente Nacional y la crisis cafetera de la época, las autoridades diseñaron un sistema de tasa flexible que se reflejó en la famosa Ley 1a de 1959. En ella, además de permitir el sistema de remates implantado en 1958, se estableció que las exportaciones menores se pagarían al tipo de cambio libre<sup>7</sup>.

A comienzos del decenio de los sesenta, el Ministro de Hacienda hizo uso de un sistema de mini-devaluaciones durante un lapso breve, en contra de la posición del jefe del partido liberal, con el propósito

---

7. López, Alejandro, *op. cit.*

de alcanzar la tasa de cambio del mercado de capitales. Más adelante, el Fondo Monetario aprobó el uso temporal de la devaluación gota a gota, con este mismo fin, y avaló su introducción en algunos países propensos a la inflación. En 1960, en Colombia, el experimento inicial abortó, bajo la presión de quienes sostenían que el mecanismo era inflacionario y perjudicaba el mercado cafetero, pues al elevar el ingreso cafetero se fomentaba la producción y caía el precio del grano. El mismo argumento había dado al traste con el Decreto 107 de 1957, que flexibilizó la tasa de cambio a través del uso de certificados de cambio, 10 años antes de la expedición del Decreto 444 de 1967.

El Estatuto Cambiario contenido en el Decreto 444 es el producto final del diagnóstico de la economía de esa época, y la culminación de un proceso de búsqueda que había durado muchos años, durante los cuales se ensayaron todos los sistemas de cambios conocidos en aquella época. Es, en síntesis, una construcción de pragmatismo, en donde se pueden reconocer figuras y retazos de las legislaciones vigentes desde 1933. Con el Estatuto Cambiario, se hizo evidente que un país con tasas altas de inflación, que dependía de pocos productos de exportación y que necesitaba disponer de cierta discrecionalidad en sus políticas monetarias, se adecuaba mejor a un sistema sin tasa de cambio fija. Ya que no era posible reducir la inflación, fue necesario crear un sistema que permitiera convivir con ella.

Con base en estas consideraciones se diseñó un régimen que reposaba sobre los siguientes pilares:

### 1. La centralización de todo el mercado de divisas en el Banco de la República.

Bajo las nuevas reglas, los agentes no podían mantener divisas. De esta forma los exportadores estaban en la obligación de vender sus divisas al Banco de la República y éste, a su vez, era la única fuente de moneda extranjera para importar. Así mismo, todos los usuarios del mercado de capitales debían acudir al Banco de la República.

### 2. Regulación de las importaciones.

Para evitar los problemas cambiarios, se otorgó a las autoridades económicas una gran discrecionalidad y se creó un severo sistema de controles en la regulación de las importaciones. Lo anterior se lograba con una mezcla de controles, como la licencia previa, y medidas ten-

dientes a encarecer las importaciones, como la licencia de cambio y los depósitos previos de importación.

### 3. Control al movimiento de capitales y la tenencia de divisas.

La gran volatilidad en los flujos de divisas asociados a operaciones de capital, explicadas sobre todo por el rezago cambiario, determinaba el comportamiento especulativo de los distintos agentes económicos y creaba un riesgo para la deseada estabilidad cambiaria. Por lo anterior, el Decreto 444 reguló estrictamente los movimientos y tenencias de capitales nominados en otras monedas. Se estableció el monopolio del Banco de la República en la tenencia de divisas y oro para responder a la necesidad de acumular y mantener un nivel adecuado de reservas internacionales. Finalmente, con el objeto de evitar procesos perversos de endeudamiento y contribuir a las restricciones impuestas al mercado de capitales, se controló en forma muy severa el endeudamiento privado.

### 4. Fomento a las exportaciones.

Se quiso que el país se alejara del esquema exclusivo de sustitución de exportaciones para asumir una combinación de sustitución y fomento a las exportaciones. Como complemento a lo anterior, se mantuvo el Plan Vallejo, se crearon los incentivos tributarios a las exportaciones y se fundó Proexpo.

### 5. Estímulo a la inversión extranjera.

Como punto de apoyo al sector exportador, el Estatuto estableció reglas claras para los procesos de aprobación de la inversión y reinversión extranjera, y la remisión de utilidades. Sin embargo, creó un régimen de gran discrecionalidad e impuso severas restricciones, algunas de las cuales luego se consagrarían en el Acuerdo de Cartagena, con fuerza de tratado internacional.

El Estatuto estableció una tasa de cambio flexible pero intervenida, donde las variaciones reflejaran las acciones de la oferta y la demanda de divisas, entendiéndose que el mercado por el lado de la demanda estaba restringido por el Gobierno. Su tono general estuvo inspirado por un ambiente de crisis, una situación de reservas negativa y una gran angustia cambiaria. Sus provisiones y regulaciones reflejan un estado de guerra y racionamiento. Por fortuna, como se verá luego, se dejó algún margen de maniobra que permitió manejar al país durante 20 años.

### III. DECRETO LEY 444 DE 1967.

Entre las múltiples ventajas del Estatuto Cambiario se deben destacar, en primer lugar, su flexibilidad para el manejo de distintas situaciones macroeconómicas, a pesar de ser esencialmente un instrumento para una economía cerrada y controlada. Durante la década de los setentas, caracterizada por choques de oferta, originados en las súbitas alzas de los precios del petróleo y, sobre todo, por la bonanza cafetera, la economía colombiana se desarrolló con relativa normalidad, debido en parte a la existencia y uso de los instrumentos cambiarios adecuados. Posteriormente, en la década de los años ochenta, donde los desbalances macroeconómicos de los países desarrollados y el desbordamiento de la deuda de los países en desarrollo traumatizaron el comportamiento de prácticamente todas las economías de la región, nuestra economía mantuvo un crecimiento modesto pero sostenido.

El Estatuto Cambiario le permitió al país moverse hacia una tasa de cambio única. La tasa cafetera se reemplazó por un impuesto ad valorem. Las tasas especiales de las exportaciones menores se sustituyeron por subsidios limpios y las importaciones se encarecieron con depósitos y licencias. Sin embargo, se previó que estos mecanismos para-cambiarios se reducirían, con el tiempo, a medida que se alcanzara una tasa de cambio real adecuada. Este camino con avances y retrocesos fue recorrido por el país en las dos décadas pasadas.

Además de aislar las variables macroeconómicas de los choques externos, el Estatuto permitió manejar considerables acumulaciones de reservas, asociadas a bonanzas exportadoras, sin desbordamientos en la inflación.

La presencia de disposiciones dentro del Decreto 444 de 1967 que permitieron ajustar los instrumentos de política cambiaria le aseguraron al Estatuto una vigencia de más de dos decenios. Dentro de este contexto, ha sido posible diseñar y ejecutar distintos programas de política económica, que comprenden desde el Plan de las Cuatro Estrategias de la Administración Pastrana, hasta el reciente Plan de Ajuste. El Estatuto Cambiario permitió el desarrollo de políticas coherentes y armónicas gracias a la latitud que le otorgó a la Junta Monetaria en los frentes monetario y cambiario.

De acuerdo con la justificación popular de estos esquemas, otro de los aportes importantes del régimen cambiario ha sido su eficacia para atenuar las fugas de capitales y controlar los procesos especulativos contra nuestra moneda cuando hemos cometido errores de política económica.

Por el lado de las transacciones corrientes y de capital, el Estatuto, sin embargo, ha competido con un mercado paralelo que, de acuerdo con estimativos recientes, tiene una importancia significativa dentro del comercio nacional. Este ha sido uno de los costos de sus excesos regulatorios. A pesar de ello, en términos generales, el Estatuto Cambiario ha sido mucho más eficaz desde el ángulo de las operaciones de capital que en las transacciones de bienes y servicios.

Entre las desventajas del régimen cambiario se cuenta, en primer lugar, su carácter transitorio. Como se insinuó atrás, el Estatuto Cambiario fue diseñado para manejar una coyuntura de crisis y, aunque se ha adaptado a las distintas circunstancias por medio de una gran creatividad reglamentaria, es claro que no se trata de un marco concebido para manejar una amplia gama de situaciones cambiarias y el grueso de su estructura no tiene vigencia actual. En él se definieron las estrategias fundamentales del manejo cambiario en función de objetivos claros, como el de fortalecer el nivel de reservas y garantizar la paridad de nuestra moneda, utilizando instrumentos muy particulares, como el monopolio del manejo de divisas y las restricciones cuantitativas de las importaciones. Obviamente, la vigencia de estos instrumentos estuvo determinada por el tiempo que permanecieron las condiciones que imperaban en aquel entonces.

En segundo lugar, quizá como resultado de la gran inestabilidad cambiaria que vivió el país con anterioridad a la expedición del Estatuto, el Decreto 444 utiliza al máximo la capacidad de intervención del Estado en este mercado. Este exceso de control se manifiesta en el evasivo objetivo de un manejo absoluto de la tasa de cambio, del volumen de las importaciones, del mercado del oro, de la deuda privada, e incluso del costo adicional introducido por los depósitos previos. Asimismo, no deja campo para nuevas figuras cambiarias en respuesta a los desarrollos financieros internacionales.

Lo anterior ha facilitado la formación de un enorme mercado paralelo, amplio y eficiente, a través del cual se producen importantes movimientos de capitales. En sentido estricto, todo el mercado libre, sus transacciones y sus usuarios están por fuera de la ley. Por ello, buena parte de los colombianos están en una situación de ilegalidad tolerada y generalizada.

En tercer lugar, el Decreto 444 es demasiado detallado en algunos aspectos en donde habría bastado con expedir normas más generales. Hoy, de acuerdo con la Constitución, el mercado cambiario debe ser regulado mediante una Ley Marco, que dé al gobierno la flexibilidad que necesita para adaptar su reglamentación a las condiciones impe-

rantes. Sin embargo, el Estatuto Cambiario se expidió antes de la Reforma Constitucional de 1968 y, por lo tanto, contiene reglas muy precisas sobre algunos temas<sup>8</sup>. Tal es el caso del procedimiento de aprobación de importaciones y exportaciones, las características de ciertas operaciones y los requisitos para realizarlas.

En algunos casos, el Estatuto consagró disposiciones contradictorias con el objeto que perseguían. Por ejemplo, el Decreto 444 creó una renta de destinación específica para financiar las actividades de promoción de exportaciones de Proexpo, como lo es la sobretasa a las importaciones, que causa de por sí un sesgo anti-exportador.

En cuarto lugar, una economía internacional cada vez más integrada en su comercio y sus capitales hace que el Estatuto Cambiario presente síntomas de obsolescencia. La evolución de la economía colombiana ha sido tal, desde la expedición del Estatuto Cambiario, que muchos de los factores que lo inspiraron no están hoy vigentes. Entre ellos se destaca la composición de las exportaciones colombianas, el volumen de reservas con que contamos, el desarrollo en el manejo de la información y en los sistemas de control por monitoreo aleatorio y la aparición de nuevas figuras en el mercado financiero internacional. En particular, hay que destacar la disminución del peso relativo del café dentro de la economía colombiana, que en el Estatuto fue objeto de muchos artículos y regulaciones.

Por último, el exceso de control del Estatuto se refleja en trabas y sobrecostos en las operaciones de comercio exterior que dificultarían la buena marcha del proceso de apertura. Es indispensable que el sector externo colombiano pueda disfrutar de las innovaciones financieras y de la agilidad que caracteriza las transacciones en el comercio internacional de nuestros días. En este sentido, las regulaciones cambiarias vigentes dejan mucho que desear.

#### IV. EL REGIMEN CAMBIARIO Y LA COHERENCIA MACROECONOMICA

Cualquier desajuste macroeconómico tiene repercusiones en el campo cambiario. Los economistas han analizado el comportamiento de las variables macroeconómicas una vez que se introduce el sector externo en los modelos. El resultado de estos estudios señala

---

8. Por ejemplo, en lo relativo al régimen petrolero, a las disposiciones sobre el endeudamiento externo y a la inversión extranjera.

que es imposible mantener la estabilidad cambiaria cuando existe un desbalance interno<sup>9</sup>. Las crisis cambiarias de los años sesenta, independientemente del marco legal vigente, constituyen un ejemplo claro de lo anterior.

Este argumento se puede interpretar en sentido opuesto: la armonía de las políticas macroeconómicas internas, unida a un esquema cambiario sano y flexible, conduce al desarrollo de un sector externo equilibrado. En efecto, parte de la razón por la cual el Decreto 444 aparentemente resultó eficaz para la administración de la situación cambiaria es que, con pocas excepciones, se ha aplicado en un ambiente macroeconómico viable durante más de 20 años. La prueba de que el Estatuto Cambiario, por sí solo, no pudo evitar una crisis cambiaria, se dió a mediados del decenio pasado, cuando el desajuste fiscal nos condujo a las vecindades de una gran crisis cambiaria, con un déficit fiscal del sector público consolidado de casi el 7% del PIB y una pérdida de reservas de más de US\$1200 millones, hecho que condujo al Gobierno a adoptar el Plan de Ajuste de 1985. De hecho, la bondad de ese conjunto de normas no puede derivarse de la capacidad que otorga para imponer restricciones en casos de crisis y así racionar al máximo una situación de reservas escasas.

Finalmente, la efectividad del Estatuto Cambiario para controlar los movimientos de capital ha disminuído como resultado del efecto de modernos instrumentos financieros de gestión del ahorro y de los vínculos financieros con el resto del mundo a través del mercado paralelo. El desarrollo de las comunicaciones modernas, que favorecen la movilidad del capital, y la emergencia de centros financieros muy cercanos como los de Panamá, la Florida y las islas del Caribe, han alterado las condiciones del mercado de capitales para Colombia. Los mecanismos de arbitraje, que en el pasado eran frágiles y se podían entorpecer fácilmente con controles administrativos, son ahora mucho mucho más numerosos y robustos. Como consecuencia, cuando se mantiene una tasa de cambio semi-fija, como podríamos definir la que resulta del uso constante del "crawling peg", se pierden grados de libertad en el manejo de la política monetaria. Esto obliga a buscar nuevos arreglos cambiarios para el manejo macroeconómico.

---

9. Ver Johnson, Harry. "The Monetary Approach to Balance of Payments Theory", en *Further Essays in Monetary Theory*. George Allen and Unwin, 1972 y Dornbusch, R. "Exchange Rates and Fiscal Policy in a Popular Model of International Trade". *American Economic Review*, 1975.



Durante el último decenio se han desarrollado una serie de instrumentos de control de las variables macroeconómicas, como la Programación Financiera, en el terreno fiscal, las operaciones de mercado abierto, en el campo monetario, y el manejo más especializado de las variables cambiarias, que han demostrado gran eficiencia en garantizar la estabilidad del entorno macroeconómico, durante un lapso de tiempo considerable y eliminan, en gran medida, la necesidad de acudir a restricciones cambiarias permanentes.

Dado, además, que la economía colombiana es mucho más sólida y más diversificada que la de hace 20 años, se puede afirmar que el país está preparado para desregular ordenadamente su mercado cambiario en forma paralela a la eliminación de las restricciones cuantitativas a las operaciones de comercio exterior y, en general, a la modernización de la economía. Se puede, incluso, afirmar que la experiencia adquirida para el manejo de la política macroeconómica y el proceso de apertura sugieren la necesidad, y no sólo la conveniencia, de modificar al Estatuto Cambiario en algunos de sus puntos principales.

En efecto, la probabilidad de que los procesos de acumulación de reservas en el futuro no obedezcan a bonanzas exportadoras tradicionales, sino a una expansión sostenida del elemento no tradicional de las exportaciones colombianas, resalta la conveniencia de que se revise el monopolio del Banco de la República para la tenencia de divisas. De lo contrario, si se quiere mantener una tasa de cambio real constante, la presión monetaria ejercida sobre la economía exigiría una forzosa disminución del tamaño del sector público, impuesta por la necesidad de generar el espacio monetario capaz de absorber el flujo de recursos externos. En el extremo, el éxito de un proceso de modernización económica se podría ver comprometido por la incapacidad del Estado de sostener un nivel de inversión pública satisfactorio, no por motivos fiscales ni financieros, sino como resultado indeseado del régimen cambiario que escogió hace más de 20 años, en circunstancias opuestas.

Por último, vale la pena destacar uno de los mecanismos más célebres de manejo económico del país, al cual con frecuencia se le atribuye el mérito de haber sido responsable de la relativa estabilidad cambiaria de los dos últimos decenios. Aunque el mecanismo de devaluación gota a gota, o "crawling peg" no está previsto en el Decreto 444, resulta evidente que es un desarrollo de lo que el Estatuto buscaba. Este tipo de herramienta cambiaria se comenzó a

utilizar, por los años sesentas, en varios países con economías que padecían de inflaciones monetarias<sup>10</sup>.

Una de las ventajas del mecanismo de "crawling peg" es que disminuye la probabilidad de que se establezca una tasa de cambio sobrevaluada. El mecanismo de mini-ajustes da a las autoridades económicas una discrecionalidad total para manejar la tasa nominal oficial y, por lo tanto, un buen grado de influencia sobre la tasa real. Con un sistema de "crawling peg" bien manejado, es improbable que los desequilibrios cambiarios desemboquen en una crisis cambiaria de proporciones mayores, siempre y cuando se mantenga un buen ambiente macroeconómico.

Además, los mercados cambiarios libres se han caracterizado por ser muy volátiles. El fenómeno conocido en la literatura técnica como "overshooting", que consiste en la reacción excesiva de la tasa de cambio como resultado de la reacción simultánea de los agentes económicos, depende fundamentalmente de las expectativas de éstos. En este contexto, un sistema intervenido puede, hasta cierto punto, eliminar oscilaciones exageradas de la moneda y conducirla a su punto de equilibrio, evitando sobrevaluaciones transitorias.

Sin embargo, la devaluación gota a gota tienen también inconvenientes graves. En Colombia es imposible independizar el costo nominal del crédito de las expectativas de devaluación. La existencia de un eficiente mercado paralelo de divisas ha hecho que parte del ahorro financiero de la economía encuentre los canales para establecerse en el exterior<sup>11</sup>. La ecuación es sencilla: la tasa pasiva interna de interés debe por lo menos igualar a la externa más la tasa de devaluación, si se quiere competir por estos recursos. La devaluación está, de esta forma, poniéndole un piso a la tasa a la cual captan nuestros intermediarios financieros.

En este sentido, el Estatuto Cambiario constituye una de las primeras instancias de las causas de indexación en la economía colombiana. De cierta manera, la inercia de nuestra inflación está institucionalizada a través del mecanismo de devaluación gota a gota y de otros desarrollos semejantes. En el momento en el cual se expidió el Estatuto Cambiario, cuando primaba una tasa de inflación de un

---

10. Ver Williamson, John. "The crawling peg in historical perspective" en *Exchange Rate Rules*, St. Martin Press, New York, 1981.

11. Ver Herrera, Santiago. Eficiencia y determinantes del funcionamiento del mercado paralelo de divisas en Colombia en "Ensayos de Política Económica", Junio 1990.

sólo dígito y existía una buena disciplina fiscal, el efecto de la devaluación gota a gota pudo haber sido menor y, por lo tanto, pudo parecer conveniente hacer uso de un mecanismo que no eliminaba el problema de la inflación monetaria pero sí contribuía a manejarlo. Aún más, se puede considerar como un mecanismo transitorio para buscar en forma gradual una mayor tasa real. Hoy en día, después de haber sido institucionalizado el sistema, para romper el círculo vicioso de la indexación es necesario revisar todos los factores que contribuyen a alimentar la inercia inflacionaria, incluida, en el mediano y largo plazo, la devaluación gota a gota que sigue a la inflación gota a gota. Naturalmente, el esfuerzo central por eliminar estos mecanismos de indexación e inflación depende de que se resuelva el problema fiscal y monetario en sus orígenes.

## V. LA PROPUESTA DE MODIFICACION Y SU DESARROLLO POSTERIOR

La modernización de las instituciones y los instrumentos de política económica requieren un gran esfuerzo del país en todas las áreas de su estructura económica: en el campo de la legislación laboral, en lo relativo a la inversión extranjera, en la estructura tributaria del país, en el terreno del comercio internacional, en fin, en todos los ámbitos en los cuales el Estado tiene la responsabilidad de establecer reglas de juego. La modernización exige que se entierren los arreglos del pasado que impiden nuestro avance. En todos estos campos, el gobierno del Presidente Gaviria está trabajando activamente.

La legislación cambiaria no escapa a esta necesidad de modernización. Las crecientes transacciones comerciales en un ambiente de competencia internacional exigirán un marco más flexible y ágil para las operaciones cambiarias. La apertura comercial requiere el apoyo de un régimen cambiario que elimine las trabas y los sobrecostos a que está sujeto actualmente el sector externo. De igual forma, es necesario que el mercado de capitales y el sistema financiero colombiano extiendan las actividades que hoy realizan y accedan a figuras muy difundidas tales como el "hedging" y las coberturas en las bolsas de valores del exterior.

Desde luego, como se ha repetido en varias ocasiones, el éxito de un esquema como el propuesto está condicionado al rigor de una política macroeconómica sana, y a que se interrumpan otras fuentes de indexación.

Actualmente cursa en el Congreso de la República un Proyecto de

Ley que reforma el Estatuto Cambiario. Esta Ley Marco, verdaderamente general, otorga al ejecutivo facultades para adoptar las políticas cambiarias que sean necesarias, de acuerdo con cada circunstancia. En este sentido, el Proyecto de Ley se asemeja a iniciativas legislativas modernas en otros países que han actualizado su régimen cambiario, como España y Venezuela. En contraste con el Decreto 444, que cuenta con más de 200 artículos, la Ley Marco propuesta consta de 24 artículos generales y depende, para su funcionamiento, del desarrollo reglamentario posterior, lo cual la hace ágil y flexible.

Las facultades reglamentarias incluirán la capacidad de imponer el tipo de controles y restricciones que existen hoy, conservando así mecanismos de salvaguarda para su uso discrecional en épocas de crisis, y de liberar y propiciar un régimen libre de cambios cuando la economía supere los problemas y limitaciones de la deuda externa y diversifique aún más sus exportaciones.

Los objetivos perseguidos por este proyecto son los siguientes:

**1. Eliminar las trabas que impone el control de cambios al comercio exterior**

Las facultades concedidas por la ley se utilizarán, en un principio, para eliminar la centralización y el exceso de trámites existentes, facultando a los intermediarios financieros para realizar un gran número de operaciones que hoy dependen de trámites o autorizaciones del Banco de la República.

**2. Permitir el desarrollo de nuevos instrumentos para ampliar las posibilidades comerciales.**

Entre ellos se destaca, en primer lugar, la modificación del régimen de endeudamiento externo, que en el futuro será mucho más flexible y libre. De esta manera, se ofrecerá a los empresarios diversas maneras de financiación y se promoverá la competencia en el terreno de los servicios financieros.

Al mismo tiempo, las instituciones financieras colombianas estarán facultadas para participar en el mercado cambiario, desarrollando nuevos servicios hasta ahora inexistentes en nuestro medio.

**3. Adecuar la tenencia y el uso de las divisas por parte de los particulares a las necesidades de la economía y al desarrollo del comercio exterior.**

En particular, se facilitarán las transacciones comerciales denomi-

nadas en monedas externas y se permitirá la tenencia de activos financieros en el exterior.

**4. Garantizar que la totalidad del mercado cambiario se enmarque progresivamente dentro de la legalidad.**

La reforma considera una amnistía cambiaria por medio de la cual se legalizan los ahorros en el exterior realizados hasta el primero de septiembre de 1990. En el futuro, estos activos y sus rendimientos podrán vincularse plenamente a la actividad económica y tributaria del país.

**5. Eliminar las restricciones actuales que tiene el Ejecutivo para adelantar reformas en el campo de la inversión extranjera.**

De esta forma nuestro país podrá adecuarse con celeridad a las circunstancias de la época y tomar ventaja de las oportunidades del momento.

**6. Entre otras medidas, legalizar la retención en dinero de las exportaciones de café y mantener las normas actuales sobre el manejo de las reservas internacionales en manos del Banco de la República.**

Como complemento necesario, la Ley revestirá de facultades al gobierno para modificar las instituciones de control y para implementar un régimen sancionatorio, más acorde con el nuevo régimen.

El marco cambiario propuesto está diseñado para ser amplio, de tal manera que perdure durante mucho tiempo y se adapte a las necesidades cambiantes de la economía. En contraste con lo que sucede con el Decreto 444, que es específico y limitado a las situaciones que prevé, la propuesta actual busca crear un instrumento que sirva para cualquier contingencia, dentro de un espíritu de mercado, a través de su reglamentación posterior. En una primera instancia, se simplificarán los trámites asociados con las actividades cambiarias, se legalizará la tenencia de activos en monedas extranjeras y se reestructurarán los organismos encargados de funciones cambiarias.

Vale la pena insistir en que el propósito de la nueva Ley Marco es el de ampliar el ámbito del mercado cambiario legal. Puesto que el mercado paralelo existe para evadir los excesos de regulación, sería contraproducente pretender encauzar el mercado libre, imponiendo aún más controles. Al liberar progresivamente las transacciones, la Ley Marco tendrá el efecto de acercar paulatinamente los dos mercados, el oficial y el paralelo. Durante la duración de este proceso de

convergencia, el tamaño del mercado oficial será cada vez mayor en relación con el mercado cambiario en su conjunto.

Aún dentro de este esquema, inicialmente se mantendrán los controles sobre las transacciones de capital para evitar que procesos especulativos conduzcan a fugas de capital que conlleven a caídas inmanejables del nivel de reservas. En un principio, sólo se permitirán inversiones en activos nominados en moneda extranjera cuando se trate de actividades netamente productivas asociadas al comercio exterior o para la compra de maquinaria y equipo. Igualmente, se implementarán los mecanismos apropiados para impedir las operaciones cambiarias asociadas a negocios clandestinos.

En esta primera etapa y durante los próximos años, el Gobierno se reservará la facultad de manejar la tasa de cambio. El precio de las divisas negociadas a través del Banco de la República, estará a discreción del gobierno, quien utilizará un sistema de tasa fija con mini ajustes como lo ha venido haciendo. Con el tiempo, con el objeto de nivelar la tasa del mercado libre, se determinarán ciertas transacciones, por ejemplo, la de los servicios y transferencias no financieras, que pueden llevarse a cabo en cualquiera de los dos mercados, para que exista un arbitraje que garantice la igualdad en los dos tipos de cambio.

Con estos elementos, dentro de un horizonte de equilibrio macroeconómico, se logra una mejoría sustancial en el mercado cambiario, se garantiza un nivel adecuado de reservas por parte del Banco de la República, se conserva la discrecionalidad en el manejo de la tasa de cambio y se controla la fuga de capitales. El sistema de control primario lo ejercerán los intermediarios financieros, quienes serán supervisados por una oficina de cambios reestructurada, que ejercerá un monitoreo más moderno de las operaciones cambiarias. Obviamente, se debe fortalecer el sistema de sanciones para hacerlo más acorde con las libertades concedidas al mercado cambiario.

Hoy hacemos un alto en el camino para dejar a un lado el Decreto 444/67, que por un tiempo pensamos que había sido la solución de nuestros males. Reconocemos que fue útil y que acompañó el desarrollo del país por más de 20 años. Sin embargo, quedará en el pasado, al lado del la Ley 1a de 1959 y de otras de las disposiciones que lo antecedieron. El país sigue su marcha y necesitaremos instrumentos más modernos, capaces de seguir el ritmo de su modernización.



## COMENTARIO

*Jorge Ospina Sardi\**

### I. LA PROPUESTA OFICIAL

**H**asta ahora el gobierno no ha expresado con claridad qué desea en materia cambiaria. Parte de la confusión reside en el hecho de que propone un régimen de libertad cambiaria, pero con miedo de asumir las consecuencias de la libertad. El gobierno aparentemente ha escogido el camino del gradualismo y aspira a que "una vez consolidado y hechos los ajustes al nuevo régimen cambiario, se podrá esperar que continúe evolucionando hacia uno con menores restricciones"<sup>1</sup>. La confusa propuesta oficial se coloca en una posición intermedia de libertad restringida.

La propuesta oficial contrasta con la de otro proyecto de ley presentado por el Representante a la Cámara Rodolfo Segovia Salas, que busca introducir un régimen de libertad de cambios, pero manteniendo el Estado la posibilidad de implantar un mayor o menor control en caso de emergencia o crisis cambiaria<sup>2</sup>. Los comentarios que a continuación expongo se basan en buena parte en la exposición de motivos de este último proyecto de ley, en cuyo diseño colaboré activamente.

Ambas propuestas coinciden en el diagnóstico: el actual sistema de control de cambios agotó sus posibilidades. Es necesario flexibilizar el régimen de cambios para adecuarlo a las exigencias del programa de apertura e internacionalización de la economía colombiana y en general, a un entorno económico caracterizado por la fluidez y agilidad de las transacciones del país con el resto del mundo. La necesidad de reorientar el desarrollo del país hacia afuera, luego de un

---

\* Director de la "Nota Económica".

1. Hommes Rodríguez Rudolf, Exposición de Motivos del Proyecto de Ley por el cual "se dictan normas generales a las cuales deberá sujetarse el Gobierno Nacional para regular los cambios internacionales y se adoptan medidas complementarias", Septiembre 21 de 1990.
2. Segovia Salas Rodolfo, Exposición de Motivos y Proyecto de Ley presentado a la Cámara de Representantes "por el cual se reforma el régimen de cambios internacionales y de comercio y de comercio exterior", Agosto 14 de 1990.

agotamiento del proceso de sustitución de importaciones, así como el reconocimiento de los costos y las limitaciones que tiene un intervencionismo excesivo sobre un mercado tan complejo como el cambiario, lleva a ambos proyectos a la idea de que debe existir una relativa libertad de mercado en este campo.

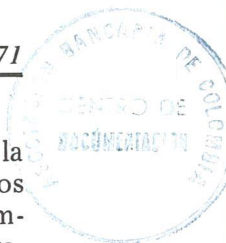
Sin embargo, la amplitud de la propuesta oficial no permite establecer con claridad hasta dónde y cuándo llegará, si se aprobase el proyecto de ley, la libertad de cambios. Una de las columnas centrales de este proyecto es la descentralización de la regulación y administración cambiaria en los intermediarios financieros autorizados (bancos comerciales, corporaciones financieras y casas de cambio). Se permite a estos intermediarios mantener de manera bastante flexible una posición propia en divisas. Las autoridades monetarias determinarán la periodicidad con la cual los intermediarios liquidarán ante el Banco de la República sus posiciones netas, para vender sus excesos o adquirir los defectos. En otras palabras, los intermediarios financieros se convertirían en agentes del Banco Central en el manejo de los flujos de divisas que legalmente ingresan al país. Esta medida, claro está, le quitaría al Banco de la República un peso administrativo, pero mantendría la obligación de reintegrar el 100% de las divisas provenientes de las transacciones con el exterior, uno de los elementos esenciales del actual sistema de control.

Supuestamente dentro de esta propuesta la tasa de cambio seguiría siendo fijada administrativamente por el gobierno por medio de una consigna periódica que recibirían los intermediarios financieros autorizados.

En otro aspecto importante, el proyecto oficial permite la posesión de divisas en el exterior o en el colchón, pero con toda suerte de cortapisas. Primero autorizándolas cuando se justifiquen para la realización de operaciones de comercio exterior o tengan alguna relación con la actividad productiva. Para ello se permitiría la posesión de cuentas corrientes en el exterior, dentro de ciertos límites de adquisición de divisas en el mercado oficial, con libertad de giros hasta por unos montos previamente señalados. Se pasaría así de una prohibición hoy casi absoluta a una ventana estrecha, donde las autoridades cambiarias definen, con un criterio relativamente arbitrario, cuáles son aquellas cuentas corrientes que se ajustan "a las necesidades de la economía y al desarrollo de operaciones de comercio exterior".

En el proyecto oficial se mantiene el control a la inversión colombiana en el exterior y sólo permite el endeudamiento externo de corto plazo del sistema financiero para otorgar créditos destinados a





operaciones de comercio exterior. Se simplifican trámites para la inversión extranjera y se eliminan, de una vez por todas, mecanismos ya anacrónicos como la licencia de cambio y el depósito previo. También se elimina el monopolio del Banco de la República en la compra, venta y posesión de oro, aunque por el momento el Banco continuaría siendo el único exportador autorizado.

Como puede apreciarse, se trata de tímidos movimientos hacia la libertad cambiaria, que incluso se podrían hacer dentro del actual régimen. Se sugiere que el paso hacia un mercado más libre se daría incrementando poco a poco el período máximo con el cual los intermediarios financieros deben realizar las liquidaciones de su posición neta de divisas en el Banco de la República. Queda a todo lo largo de la propuesta la promesa de que algún día los colombianos disfrutarán de una libertad cambiaria total.

## II. UN CAMINO ALTERNATIVO

Uno de los argumentos en contra de un régimen de mayor libertad cambiaria tiene que ver con la pérdida de control del Banco de la República sobre la operación del mercado de divisas y por lo tanto, de las reservas internacionales. No hay que olvidar que el actual régimen cambiario surgió de una situación en la cual el Emisor tenía reservas negativas y la política macroeconómica se encontraba expuesta a grandes fluctuaciones en los flujos de divisas, resultado de movimientos especulativos de capital.

Aunque la causa final de la inestabilidad cambiaria no es la presencia o ausencia de un régimen de control de cambios, sino, en últimas, el manejo macroeconómico en su conjunto, nadie cuestiona la necesidad de que el gobierno disponga de los instrumentos para ejercer un mínimo control sobre el movimiento de divisas dentro y fuera del país.

En un régimen de libertad cambiaria se podría disponer de los siguientes instrumentos de control sobre el mercado de divisas:

1. La facultad para las autoridades de imponer la obligación de reintegro al Banco de la República de las divisas que ingresan al país por concepto de exportaciones de bienes, cuando se presente una crisis o emergencia cambiaria. De todas maneras, las autoridades podrían definir algunas transacciones de reintegro forzoso, como por ejemplo las exportaciones de entidades públicas como Ecopetrol y Carbocol, o de entidades mixtas como el Fondo Nacional del Café, o los ingresos del crédito público externo.

2. Un sistema de registro o notificación previa para algunas tran-

sacciones cambiarias, con posibilidad de rechazo solamente por la vía de excepción. En estos casos operaría el principio del silencio administrativo. Solamente un mínimo de transacciones estarían sujetas a un mayor control a través de un régimen de permisos previos (por ejemplo, por razones de seguridad, soberanía, o impacto grande).

3. Un mercado centralizado de divisas que operaría como una rueda de Bolsa, al cual tendrían acceso todos los intermediarios debidamente autorizados por el gobierno (bancos, comisionistas, etc). En este mercado podría intervenir el Banco de la República comprando o vendiendo divisas, según sea su política de manejo de la tasa de cambio. La tasa de cambio que surja de este mercado sería la tasa de cambio 'oficial' o 'pública' (por ejemplo, aquella que ofrecerían las casas de cambio en la calle). Este mercado no excluiría las transacciones entre particulares a tasas de cambio pactadas privadamente.

4. La libertad de tenencia o posesión de divisas en el exterior siempre y cuando surta efectos tributarios, es decir, siempre y cuando sea objeto de registro ante la Dirección de Impuestos Nacionales (y automáticamente ante las autoridades cambiarias). Quienes evadan el registro de estas cuentas serían objeto de las respectivas sanciones tributarias. De otra parte, las cuentas debidamente registradas serían protegidas en los convenios de intercambio de información con otros países.

5. La presencia en el mercado de títulos nominativos en dólares que sean alternativa del mantenimiento de cuentas en el exterior. El gobierno podría darles a estos títulos un tratamiento tributario favorable con el objeto de aumentar su competitividad con respecto a alternativas de inversión en el exterior y si considera, por cualquier motivo de importancia, que es aconsejable mantener esas divisas en Colombia. En este sentido, podría plantearse la idea de que parte del ahorro así generado pueda destinarse al pago de la deuda externa.

Con estos cinco instrumentos básicos el gobierno estaría en capacidad de poner en operación un mercado cambiario libre caracterizado por su flexibilidad y agilidad. Exploremos a continuación dos de los principales aspectos del manejo cambiario en un régimen de libertad como el que aquí se esboza.

### III. MANEJO DE LA TASA DE CAMBIO BAJO UN REGIMEN DE LIBERTAD

Es de interés observar cómo se ha asociado el mecanismo de las

minidevaluaciones (“crawling peg”) con el actual régimen cambiario, cuando la verdad es que el Decreto-Ley 444 no estableció ninguna regla específica respecto al manejo de la tasa de cambio<sup>3</sup>. Por otro lado, la idea que existe entre distintos círculos es la de que gracias al 444 se pudo devaluar el peso más allá de lo que hubiera sido posible sin esta legislación, no obstante que durante varios años hubo revaluación (1970-74 y 1977-83). En parte debido a las minidevaluaciones nominales hay la creencia extendida de que el actual régimen cambiario ha sido positivo desde el punto de vista de la promoción de las exportaciones no tradicionales, cuando la verdad es que Colombia no ha tenido mayores avances en este frente en comparación con otros países de desarrollo similar y por el contrario, sus exportaciones de manufacturas se estancaron en términos reales durante las dos últimas décadas<sup>4</sup>

También se puede argumentar sobre la mayor estabilidad del manejo cambiario como resultado de la aplicación de los controles. Sin embargo, el actual sistema cambiario introduce importantes rigideces en el manejo monetario. La absoluta centralización del mercado de divisas en el Banco Emisor ocasiona desfases en los presupuestos monetarios por aumentos o disminuciones inesperados o no previstos en las reservas internacionales. Por ejemplo, en épocas de bonanza del sector externo, como la que se vivió durante 1976-81, el país acumuló reservas internacionales en el Banco de la República más allá de lo aconsejable desde el punto de vista de la política monetaria, hasta el punto que fue necesario imponer toda clase de encajes a las actividades del sector financiero, así como restringir y postergar programas prioritarios de inversión pública<sup>5</sup>. Aún así la inflación alcanzó niveles cercanos al 30% y el peso se revaluó

- 
3. Véase, por ejemplo, las conclusiones de Steiner Roberto, “El Manejo de la Tasa de Cambio y el Estatuto Cambiario: Los Objetivos de Largo Plazo y los Desafíos Coyunturales”, en *Colombia: 20 Años del Régimen de Cambios y de Comercio Exterior*, Banco de la República, 1987. Vol. II, Capítulo 5.
  4. Después de la devaluación masiva de 1967-68 las exportaciones no tradicionales reaccionaron favorablemente. Además, hasta 1973 la economía internacional experimentó altas tasas de crecimiento. Ambos factores, el movimiento de la tasa real de cambios y el crecimiento de la economía internacional contribuyeron en forma destacada al comportamiento de las exportaciones no tradicionales durante 1968-73. Véase al respecto, Carrizosa Mauricio, “El Futuro de la Balanza Comercial”, en *La Economía Colombiana en la Década de los Ochenta*, Fedesarrollo, 1979; y Echavarría Juan José, “La Evolución de las Exportaciones Colombianas y sus Determinantes”, *Revista del Banco de la República*, 1980.
  5. Un resumen del manejo de la política monetaria durante 1978-79 en los *Informes Anuales del Gerente del Banco de la República*.

en cerca de un 20% con respecto a los niveles más competitivos de 1975.

Para citar otro ejemplo pertinente y que se ha repetido en distintas ocasiones, durante este año, por razones que no son del caso entrar a detallar en este contexto, los giros por importaciones han crecido menos de lo presupuestado y las reservas internacionales han tenido un comportamiento incompatible con las metas de gasto público que el gobierno se había trazado. En consecuencia los medios de pago se han incrementado a niveles también incompatibles con las metas de inflación (a más de 31% anual), lo que ha inducido al Banco de la República a recoger dinero utilizando costosas operaciones de mercado abierto y propiciando una elevación de las tasas de interés. El punto para destacar es el de la inestabilidad monetaria, el tan comentado 'pare y siga', que se ha convertido en característica inherente al funcionamiento de la economía colombiana y en lo cual el Estatuto cambiario tiene una importante incidencia.

A pesar del Estatuto Cambiario, Colombia ha sido un país altamente inestable durante los setentas y ochentas en el desempeño del sector externo de su economía. De una política agresiva de fomento a las exportaciones no tradicionales durante 1968-76, pasamos posteriormente a una política con sesgo anti-exportador durante 1977-84, para luego retomar nuevamente el esfuerzo de la diversificación exportadora. En el entretanto, los controles administrativos no pudieron evitar una masiva fuga de capitales durante 1982-84, que se ha calculado en cerca de US\$4.000 millones<sup>6</sup>. Posteriormente las reservas internacionales volvieron a aumentar, pero no necesariamente por las virtudes del régimen de control de cambios. Simplemente el gobierno emprendió un manejo realista de la tasa de cambio, acompañado de una ortodoxa política fiscal, al tiempo que se registraba una minibonanza en los precios externos del café (1986), se iniciaban las exportaciones de hidrocarburos gracias al hallazgo y explotación de Caño Limón (a partir de 1986) y aumentaban también los ingresos por exportaciones ilegales. Esta inestabilidad en el sector externo ha estado acompañada de un fenómeno inflacionario que se ha vuelto crónico y que ha colocado al país al borde de la hiperinflación.

Ahora bien, desde que se implantó el control de cambios ha estado subyacente el deseo de las autoridades por evitar fluctuaciones brus-

---

6. Según Gunter Frank, "Colombian Capital Flight", Martindale Center for the Study of Private Enterprise, Lehigh University, Pennsylvania, April 1990.

cas de la tasa de cambio, lo cual es explicable dada la experiencia de los años anteriores. Por otro lado, el solo hecho de que todas las divisas que legalmente ingresan o salen del país deban venderse o comprarse al Banco de la República se ha traducido en un alto grado de control sobre este mercado. Aunque las autoridades siempre han manifestado que el movimiento de la tasa de cambio obedece a las condiciones de la oferta y demanda, la verdad es que el control de cambios permite "manipular" el valor del certificado de cambio, hacia arriba o hacia abajo, más allá de lo que podría ser en un mercado totalmente libre. Se ha configurado así lo que un observador extranjero denominó "una tasa flexible fijada"<sup>7</sup>.

De hecho son diversos los criterios que han utilizado las autoridades para establecer el nivel de la tasa de cambio. Inicialmente el criterio fue el de elevar el nivel de reservas internacionales. Posteriormente, durante la bonanza de la segunda mitad de los años setenta, los certificados de cambio fueron utilizados como uno de los principales instrumentos de manejo monetario. Después, cuando la crisis de 1982-84, se postergó el ajuste cambiario para evitar una profundización de la quiebra que afectaba a empresas y bancos endeudados en el exterior. La postergación del ajuste cambiario significó luego una política de devaluación cuasi-masiva en 1985. Y a partir de 1986 se viene utilizando por parte de las autoridades el concepto de la paridad real, con base en una canasta de monedas, con metas específicas alrededor de dicha paridad.

Es de interés señalar cómo, a lo largo de la vigencia del control de cambios, tampoco se han utilizado unos mismos criterios con respecto a los vínculos entre el manejo de la tasa de cambio y el manejo de otros instrumentos de la política comercial. Por ejemplo, durante 1980-82 se inició un proceso de liberación de importaciones no obstante que simultáneamente se producía una revaluación del peso. Dicho proceso se revirtió drásticamente durante 1983-84, cuando se elevaron significativamente los aranceles y se reimplantaron controles cuantitativos sobre la totalidad del universo arancelario, manteniendo prácticamente inalterado el nivel real de la tasa cambio. En 1985 nuevamente se inició el proceso de liberación comercial, en forma paralela con la aceleración del ritmo de devaluación. Recientemente, con la iniciación en firme del proceso de apertura comercial, nueva-

---

7. Díaz-Alejandro Carlos, "La Liberación de Importaciones en Colombia: 1965-1966", Fedesarrollo, marzo de 1974, p. 24.

mente las autoridades optaron por ganar puntos en la paridad real del peso.

Pero todo este "manipuleo" por parte del gobierno de la tasa de cambio, no esconde el hecho de que su nivel depende, en último término, de la política macroeconómica y de la eficiencia en el uso de los factores de producción frente al resto del mundo. La tasa de cambio es finalmente un precio de mercado, es el resultado de la operación de una multiplicidad de fuerzas de mercado; no es un precio que "fijan" las autoridades. La intervención estatal en este campo puede alterar este precio, pero a costa de distorsiones y consecuencias adversas sobre la asignación de los recursos productivos.

No solamente la experiencia de Colombia, sino también la de otros países, muestra que los controles cambiarios son diques insuficientes e ineficaces cuando la tasa de cambio se encuentra en niveles irreales y cuando no existe una mínima confianza de los agentes económicos en la política macroeconómica.

El llamado "crawling peg" no ha evitado las revaluaciones y el manejo de la tasa de cambio para fines de política diferentes del objetivo de promover las exportaciones no tradicionales. Contra lo que se cree, el "crawling peg" no ha impedido que se presente una alta inestabilidad en el paridad real del peso. Si bien se puede sostener que en el caso colombiano ha existido una estabilidad en el movimiento nominal de la tasa de cambio, esa estabilidad, en condiciones variables de déficit fiscal como las que han prevalecido, ha conducido a una política monetaria altamente inestable. Por otro lado, como lo señala Armando Montenegro, la estabilidad de una devaluación indexada como la que hemos tenido, ha consolidado expectativas inflacionarias que han dificultado el manejo monetario posterior. El resultado final ha sido el de una inflación muy superior de la que se hubiera tenido sin control de cambios.

El interrogante que habría que resolver es si en un mercado en el cual el Banco de la República no tiene el control directo de un componente importante de la oferta y demanda de divisas se pueden evitar fluctuaciones bruscas de la tasa de cambio. Lo primero que hay que decir a este respecto es que el Banco sigue siendo el principal agente del mercado, con un alto grado de influencia sobre el mismo. En un régimen de libertad el Banco podría disponer de los reintegros de divisas por concepto del crédito público externo y de un componente importante de las exportaciones de café, petróleo y carbón. De otra parte, las autoridades tendrían la facultad, en

condiciones de "emergencia", de obligar a reintegrar en el Banco un porcentaje o la totalidad de los ingresos por concepto de exportaciones de bienes, de crédito privado externo y de inversión extranjera.

La existencia de un mercado centralizado o bolsa de divisas donde se realizarían buena parte de las transacciones cambiarias y donde el Banco actuaría como el principal comprador o vendedor, facilitaría el manejo del movimiento de la tasa de cambio en concordancia con los objetivos de la política macroeconómica.

El sistema de registros con silencio administrativo y con control tributario que se establecería para los flujos de capital originados en la inversión extranjera y el crédito privado externo, constituiría un sistema más ágil y transparente que el que actualmente se aplica para estas operaciones, permitiendo al mismo tiempo un mínimo control por parte de las autoridades acerca de lo que sucede en estos estratégicos frentes.

La eventual utilización de papeles en dólares y la capacidad de regulación que tendrían las autoridades sobre la posición propia en divisas del sector financiero institucional, serían herramientas adicionales para regular el movimiento de la tasa de cambio.

Pero lo más importante de destacar es que en un régimen de libertad cambiaria resultaría más difícil para las autoridades ir en contra de las señales del mercado más allá de lo que permite el objetivo de mantener un nivel razonable de reservas internacionales. Es cierto que el actual sistema tampoco permite, sin que se produzcan grandes trastornos, una situación donde sea amplia la diferencia entre la "tasa flexible fijada" y la que resulta del libre juego de la oferta y demanda. Sin embargo, no se puede negar que gracias a la utilización de la gama de controles y restricciones actualmente disponibles el gobierno ha podido postergar, en ciertas ocasiones, más allá de lo que hubiera sido posible en un mercado más libre y deseable desde el punto de vista de asignación de recursos, las inevitables medidas de ajuste. En un régimen de libertad habría un menor margen de acción para el "manipuleo" por parte de las autoridades de la tasa de cambio y se percibiría claramente por los agentes económicos que el verdadero secreto de la estabilidad cambiaria es una ortodoxa política monetaria y fiscal.

#### IV. NEGOCIACION Y POSESION DE DIVISAS

Lo primero para destacar con respecto al establecimiento de un régimen cambiario más libre y transparente es la desaparición de

los certificados de cambio que expide el Banco de la República como instrumento de negociación de las divisas. Una de las finalidades que motivaron la introducción de estos certificados fue la de asegurar un mayor control del Banco de la República sobre los movimientos de la tasa de cambio. Pero en la práctica estos certificados se han utilizado especialmente como instrumentos de control monetario, para anular los desbordamientos ocasionados por las rigideces del sistema de control. Por ejemplo, a finales de los años setenta, en un período de aumento en las reservas internacionales, se introdujo un alto descuento para los certificados que fueran redimidos en el Banco de la República antes de su maduración, al mismo tiempo que se ampliaba su plazo de redención<sup>8</sup>. El resultado fue el del congelamiento de una suma importante de recursos en este papel y en la práctica, una revaluación del peso.

No existe una razón de fondo para conservar los certificados de cambio en un mercado transparente de divisas. La política monetaria debe administrarse con sus propios instrumentos. La utilización de instrumentos cambiarios como los depósitos previos o los certificados de cambio para fines de control monetario, tal como se ha hecho en el pasado en Colombia, distorsiona el manejo de la política comercial y del sector externo en general. Además, le quita transparencia a la política monetaria propiamente dicha.

Por otro lado, tampoco se ven razones claras para mantener las licencias de cambio, excepto en casos muy específicos en los cuales se quiera ejercer un control especial (por ejemplo, importaciones en lista de prohibida). El uso de licencias de cambio se justificaría, entonces, solamente como un requisito previo para obtener permisos de aduana en esos casos especiales y cuando los pagos necesariamente se canalicen a través del Banco de la República.

Sería necesario reglamentar la operación del mercado centralizado o bolsa de divisas. En este mercado solamente podrían actuar como intermediarios quienes estén debidamente autorizados por el gobierno (bancos, fiducias y corredores). En esta bolsa el Banco de la República realizaría las operaciones de compra y venta de divisas para regular el movimiento de la tasa de cambio.

Adicionalmente a estos cambios en los sistemas de negociación dentro del país, un régimen libre introduciría la libertad de poseer

---

8. Steiner R., *Op. Cit.*, especialmente pp. 221-6. También véase los respectivos *Informes Anuales del Gerente del Banco de la República*.



títulos valores o divisas en cuentas en el exterior. El énfasis sería en el control tributario de estas cuentas. Para tal efecto, se tendría que igualar el tratamiento tributario para las rentas obtenidas en el exterior y aquellas obtenidas internamente, lo cual implicaría eliminar o reducir sustancialmente la retención en la fuente sobre los rendimientos financieros percibidos en el país y exonerar de tributación el componente inflacionario de los rendimientos percibidos en el exterior por personas naturales. Se precisaría igualmente de una amnistía tributaria para evitar comparaciones patrimoniales y sanciones fiscales derivadas del ocultamiento de ingresos o patrimonio gravado.

En principio deberían ser legalizadas todas aquellas cuentas o inversiones de colombianos en el exterior con registro tributario. Este registro, por ejemplo, es requisito para aquellos exportadores de bienes que deseen dejar sus divisas en el exterior haciendo uso de la libertad de no aceptar la propuesta de compra por parte del Banco de la República después de habérselas ofrecido en venta. Sin embargo, las cuentas sin registro tributario no serían objeto de sanciones cambiarias sino de sanciones tributarias ( no serían protegidas en los convenios con gobiernos extranjeros de intercambio de información bancaria ). En otras palabras, el problema de las cuentas en el exterior deja de ser un problema de control cambiario para convertirse en uno de control tributario, tal como es en la mayoría de los países.

## V. CONCLUSIONES

El nuevo régimen de cambios debe tener como fundamento la idea de la libertad como regla general y la prohibición como excepción. En el actual régimen por el contrario, la prohibición es la regla general, y sólo por la vía de la excepción las autoridades conceden dosis mínimas de libertad. La introducción de un régimen de libertad cambiaría implicaría un manejo más claro de la política macroeconómica, donde los instrumentos cambiarios no serían utilizados como instrumentos monetarios y fiscales, tal como ha sucedido en el pasado<sup>9</sup>.

La mayor libertad cambiaría es uno de los componentes inevitables de la nueva orientación del modelo colombiano de desarrollo hacia la

---

9. Por ejemplo, con los depósitos previos, los certificados de cambio y la Cuenta Especial de Cambios.

apertura comercial y hacia una creciente integración del país con la economía mundial, en momentos en los cuales las perspectivas de la balanza de pagos y de la posición de reservas internacionales son altamente positivas. Colombia corre el peligro de continuar al margen de los grandes movimientos de la economía internacional si no introduce un régimen cambiario que permita el flujo ágil de capitales y divisas, como es el caso actualmente en la mayoría de los países del mundo incluyendo América Latina. Pero la introducción de ese régimen de libertad no debería ser con un cronograma incierto, sin claridad sobre las reglas de juego que finalmente se van a establecer. Mucho me temo que esta es la actual propuesta del gobierno.

## LA NUEVA BOLSA ESPAÑOLA: UN AÑO DE EXPERIENCIA

*Pedro Guerrero Guerrero\**

Quiero en primer lugar, en nombre de la Bolsa de Madrid y en el mío propio, agradecer a la Asociación Bancaria de Colombia su gentileza invitándome a participar en estas Jornadas, que me ha permitido conocer este maravilloso país hermano y dirigirles a ustedes hoy la palabra para tratar de explicarles la experiencia española de estos últimos años relativa a nuestros mercados bursátiles.

Ustedes me permitirán que comience con algo conocido de todos, pero que creo importante recordar siempre que se habla de los mercados bursátiles: la función de las Bolsas en la financiación de la economía.

La función de los mercados de valores en general y de las Bolsas en particular, no es distinta de la de las demás instituciones que forman parte del sistema financiero: canalizar fondos desde los ahorradores a las empresas.

La función de financiación se produce propiamente en el mercado primario o de emisiones, pero no sería posible allegar recursos en éste si no fuera por la existencia de un mercado secundario, que es el mercado bursátil, en el que los ahorradores pueden obtener liquidez, de forma que este mecanismo que permite compatibilizar el deseo de las empresas de obtener recursos a largo plazo con el deseo de los ahorradores de poder recuperar su inversión en cualquier momento.

Lo que resulta importante destacar es que la Bolsa proporciona financiación en forma de recursos permanentes, esto es, a medio y largo plazo, y que son estos recursos permanentes los únicos que permiten financiar los proyectos que entrañan innovación y riesgo y los proyectos que tienen un largo período de maduración que, en definitiva, son los que resultan más rentables y aportan mayor valor

---

\* Presidente de la Bolsa de Madrid.

añadido y mayor dinamismo a la economía. Es cierto que también el sistema bancario realiza una importante labor de transformación de plazos, pero siempre con la limitación que impone el tener que mirar en primer lugar por la salvaguarda de los fondos confiados por sus depositantes, lo que le impide, o le dificulta al menos, comprometer un porcentaje elevado de sus fondos en proyectos a plazo muy dilatado o que entrañen un riesgo elevado, aunque, a cambio pudieran ser muy rentables.

El papel relevante que el mercado de valores ha jugado durante la década de los ochenta en el espectacular crecimiento y en la dinámica empresarial de la economía norteamericana, corrobora mi afirmación que, entiendo, es particularmente válida en países de menor nivel de desarrollo donde, a cambio de un mayor riesgo, pueden obtenerse también rentabilidades mucho mayores. La conclusión es bien clara: las Bolsas pueden y deben jugar un papel importante en la financiación de los países en vías de desarrollo.

Tras este preámbulo voy a referirme en concreto a la experiencia española, comenzando por un breve análisis de la situación y evolución reciente de las Bolsas dentro del sistema financiero español.

## I. LAS BOLSAS EN EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

El Sistema financiero español se caracteriza por una posición de predominio del sector bancario, como lo prueba el hecho de que hoy en día el recurso al crédito supone en promedio un 60% o de los flujos de financiación de las empresas no financieras, sin que se observe una tendencia clara a la reducción. Entre 1983 y 1989, en promedio, el 28% de la financiación de las empresas no financieras se obtuvo mediante la emisión de títulos, siendo de destacar el muy escaso peso que en los mismos tuvo la Renta Fija negociable.

Los inconvenientes de esta situación financiera desequilibrada se pusieron de manifiesto para la economía española durante los años de crisis de final de la década de los 70, en que la deficiente estructura financiera de nuestras empresas manifestaba unos claros inconvenientes que principalmente consistían en los siguiente:

1. Excesiva dependencia de la coyuntura.— Simples alteraciones en los objetivos o instrumentación de la política monetaria podían colocar a una empresa al borde de la asfixia financiera.

2. Altos costos financieros.— El alto nivel de endeudamiento, en un contexto de tipos de interés al alza motivados por una política monetaria restrictiva y por las necesidades de financiación del sector

público pesaba como una losa en la cuenta de resultados de las compañías.

3. Una casi absoluta imposibilidad de planteamientos a largo plazo como consecuencia de una financiación excesivamente basada en el crédito a corto plazo.

Las empresas españolas que padecieron este problema aprendieron en parte la lección, de manera que en la década de los 80, cuando se inicia en España la recuperación económica se produce un cambio significativo. De 1982 a 1989 aumenta de forma sostenida el porcentaje que suponen los recursos propios en las empresas no financieras hasta llegar a alcanzar una cifra semejante a la de los recursos ajenos. Pero ello no se ha conseguido acudiendo a los mercados de valores sino por la vía de la autofinanciación, es decir reteniendo beneficios a través del llamado ahorro empresarial, lo cual solamente fue posible como consecuencia de la bonanza económica que experimentó la economía española en el indicado período de tiempo.

En el momento actual la autofinanciación no es suficiente puesto que las empresas españolas tienen que encarar un reto de competencia en un mercado internacional cada vez más abierto, especialmente tras la incorporación de España en el año 1986 a la Comunidad Económica Europea. Para empresas que necesitan de un mayor tamaño, para proyectos más grandes que han de competir en un contexto internacional, no basta con acudir a la autofinanciación, sino que es necesario el que puedan financiarse con recursos permanentes a través del mercado de capitales.

Es cierto que las Bolsas españolas han tenido un crecimiento extraordinario en los últimos años. El volumen de contratación en acciones desde 1982 a 1989 en acciones se ha multiplicado nada menos que por 30 veces. Nuestra capitalización bursátil en renta variable alcanza ya el 30<sup>o</sup>/o del producto interior bruto y el volumen de contratación representa aproximadamente un 28<sup>o</sup>/o de la capitalización bursátil, lo cual no se aleja demasiado de los estándares de los países más avanzados. Pero, pese a ello, nuestra Bolsa presenta todavía graves deficiencias que son básicamente de dos tipos.

En lo que respecta a los demandantes de fondos a las empresas, nos encontramos con que tienen una escasa presencia en el mercado de valores. Sólo 60 de las 200 primeras empresas españolas por volumen de facturación están admitidas a cotización en alguna de las cuatro Bolsas nacionales. En este hecho ha incidido muy significativamente en los últimos años la fiscalidad de las plusvalías. En España las plusvalías, bursátiles o no, se consideran renta ordinaria y se

gravan al tipo progresivo general del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, el cual, sumado al Impuesto sobre el Patrimonio pueda alcanzar hasta un 70 por ciento de la renta del año. Teniendo en cuenta que buena parte de las empresas privadas ausentes de Bolsa se constituyeron hace ya algunas décadas, y que sus propietarios tienen un costo histórico de adquisición significativamente bajo, es muy difícil pensar que acudan al mercado, pese a las ventajas financieras y de todo orden que ello implica, si esta decisión trae consigo que aproximadamente dos terceras partes del precio obtenido vaya a parar a las arcas del Tesoro. Pensamos que esta situación puede mejorarse notablemente en un futuro a corto plazo, debido a que el Gobierno español está pensando en cambiar el tratamiento fiscal de las plusvalías en un Proyecto de Ley que entraría en vigor posiblemente el próximo año, y en el cual se establecería un trato de favor que llegaría a la exención para las plusvalías obtenidas en el largo plazo. Si esta medida se materializa se favorecerá enormemente la salida de empresas a Bolsa, lo cual ofrecerá a las mismas una nueva fuente de financiación especialmente adecuada, como ya he dicho, para los proyectos más innovadores y que tienen un período de maduración más largo.

Desde el punto de vista de los ahorradores la deficiencia fundamental de nuestro mercado bursátil es su excesiva atomización. Los individuos siguen constituyendo más del 50<sup>o</sup>/o del volumen de contratación bursátil, mientras que las instituciones tienen poco peso, en especial las instituciones que son más relevantes en los mercados bursátiles más avanzados, y que son básicamente los fondos de inversión, que permiten el acceso del gran público al mercado de capitales, y los fondos de pensiones que tratan de asegurar las contingencias personales y familiares derivadas de la jubilación o fallecimiento. Como muestra baste señalar que a primero de enero de 1989 la capitalización total de la renta variable cotizada en poder de los fondos de inversión en España, alcanzaba solamente la cifra 66.000 millones de pesetas, inferior al 1<sup>o</sup>/o de la total capitalización bursátil en acciones. Esta cifra contrasta con más de un 20<sup>o</sup>/o que representa la capitalización bursátil en manos de fondos de inversión en el caso de Inglaterra o de Estados Unidos.

En mi opinión, se dan hoy en España las condiciones para que la inversión institucional tenga un crecimiento espectacular en los próximos años, pero, mientras tanto, la situación de raquitismo del sector de inversores institucionales domésticos supone una fuerte cortapisa para el incremento de la liquidez del mercado.

## II. TENDENCIAS INTERNACIONALES

En este contexto se inició en 1987 un proceso de reforma de la organización y estructura de las Bolsas españolas que supuso una verdadera revolución y que entró en vigor con la Ley del Mercado de Valores el 29 de Julio de 1989. Esta reforma trataba de resolver los problemas estructurales en nuestro mercado pero respondía también a unas tendencias internacionales que se habían manifestado con anterioridad en otros mercados europeos especialmente a partir del "Big Bang" británico de 1986. De forma muy esquemática me voy a referir a las más importantes, que son las siguientes:

### A. INSTITUCIONALIZACION DEL MERCADO

Los mercados de valores más desarrollados están en la actualidad dominados por la inversión indirecta, realizada por las grandes instituciones que canalizan el ahorro del público, en especial los fondos de pensiones y los fondos de inversión, que tanto en Estados Unidos, como en Gran Bretaña y Japón constituyen la mayor parte del volumen total de contratación y de la capitalización bursátil. La institucionalización del mercado tiene una importancia fundamental porque en buena parte viene a determinar las demás características de la evolución de los mercados internacionales a que me voy a referir.

### B. INTERNACIONALIZACION

Estas grandes instituciones invierten en todos los mercados de valores o por lo menos en todos aquellos que alcanzan unos determinados niveles de liquidez, transparencia y operatividad, y en todos los instrumentos financieros de manera que en los mercados más desarrollados tienen un peso cada vez más significativo las grandes instituciones financieras internacionales. Puede decirse que de alguna forma vamos hacia un mercado mundial globalizado.

### C. LIBERALIZACION

En los últimos cinco años se ha producido una explosión de libertad en la mayor parte de los mercados de valores desarrollados que se ha manifestado en lo siguiente:

— En primer lugar, en la libertad de acceso al mercado, desapareciendo el antiguo sistema de "numerus clausus".

— En segundo lugar, en la liberalización de costes de forma que en todos los países se viene imponiendo el sistema de comisiones negociadas libremente.

— Por último en la desregulación que supone, sin merma de la transparencia del mercado y de las normas que aseguran su correcto funcionamiento, un aligeramiento de las trabas que dificultan o impiden el libre movimiento de los flujos financieros.

#### **D. DESINTERMEDIACION:**

En los últimos años se ha notado una fuerte tendencia internacional que trata de buscar circuitos más directos entre las empresas y los ahorradores, eliminando la función de intermediación financiera que tradicionalmente venía siendo desarrollada por las entidades de crédito. En este contexto la función de liquidez de los mercados secundarios de valores resulta cada vez más relevante.

#### **E. INFORMATIZACION:**

La tecnología en materia de difusión de información, y en procesos en tiempo real, ha experimentado un impresionante desarrollo en los últimos años lo cual ha generado una verdadera revolución del mercado. Por una parte se abre la posibilidad de que los inversores de cualquier parte del mundo conozcan en tiempo real y en todo momento la situación de los distintos mercados. Por otra se ha facilitado la realización de transacciones monetarias internacionales. Finalmente el avance de la tecnología ha terminado imponiendo de forma clara y contundente la supremacía de los mercados electrónicos informatizados.

Los mercados electrónicos ofrecen unas indudables ventajas frente a los mercados tradicionales de viva voz, ya que su mayor transparencia, el menor costo para un volumen grande de transacciones, la rapidez en la ejecución y la posibilidad de concentración de órdenes y de interconexión de mercados con su consiguiente efecto positivo sobre la liquidez, ha determinado que hoy en día se acepte con carácter general la superioridad de los mercados informáticos frente a los mercados de viva voz. Como prueba de este proceso se observa que entidades importantes están destinando recursos cada vez más significativos al desarrollo de sistemas informáticos y a la prestación de servicios en este terreno. A título de ejemplo puede citarse el caso del Citicorp que, recientemente, ha tomado la decisión estratégica de reducir su vinculación con el negocio de intermediación pura y, a cambio, potenciar la actividad de prestación de servicios informáticos relacionados con la difusión de información y desarrollo de mercados electrónicos a través de su filial QUOTROM.





El avance de la tecnología en materia de información y comunicaciones, favorece también la proliferación de mercados paralelos. En este sentido, se viene dando el caso de que los grandes redifusores de información se van adentrando cada vez más en el terreno de la creación de mercados, al margen de los mercados oficiales de valores. El proyecto Globex de Reuter, la consolidación de la red INSTINET y el fuerte crecimiento del mercado "over the counter" norteamericano, basado en el sistema NASDAQ, son ejemplos de este fenómeno. En este contexto los mercados oficiales tienen que hacer un esfuerzo importante para lograr su interconexión, para mejorar su liquidez y para adaptar sus reglas de funcionamiento a los requerimientos de los grandes inversores institucionales internacionales, so pena de ir quedando paulatinamente fuera de juego.

## F. INNOVACION FINANCIERA

Los agentes económicos buscan fórmulas, cada vez más sofisticadas, que se adecuen mejor a las necesidades de demandantes y oferentes de fondos. Sobre todo se trata de encontrar nuevos productos que permitan un desplazamiento del riesgo hacia aquellos operadores que tengan una mayor preferencia por el mismo. Así se ha producido en los últimos tiempos un enorme desarrollo de los mercados de productos derivados, opciones y futuros, que permiten a los especuladores tomar posiciones más agresivas y a los gestores más conservadores mejorar su política de cobertura de riesgos.

## III. LA REFORMA DE LAS BOLSAS ESPAÑOLAS

He descrito a grandes rasgos, el contexto nacional e internacional en el que se ha desarrollado la reforma española del mercado de valores. Nuestra reforma entró en vigor con la Ley del Mercado de Valores, el 29 de Julio del pasado año 1989, y supuso una verdadera revolución en estructuras que venían funcionando desde hace más de 150 años.

En forma resumida expondré, ahora, los principales objetivos de la reforma y las modificaciones introducidas para conseguirla. Básicamente puede decirse que los objetivos de la reforma del Mercado de Valores español han sido tres: la profesionalización del mercado, el conseguir que funcione de acuerdo con unas reglas de transparencia y juego limpio y la liberación del mismo en un contexto de competencia.

El deseo de profesionalizar el mercado ha afectado a la configuración jurídica de los miembros del mismo y de los órganos rectores.

En cuanto a los miembros, desde la creación de la Bolsa de Madrid en 1831, los miembros de la Bolsa habían sido los Agentes de Cambio y Bolsa individuales. Esta figura, creada de acuerdo con el modelo francés, desempeñaba dos funciones fundamentales:

1. La de ser intermediarios en el mercado, actuando exclusivamente como comisionistas por cuenta ajena, pero con importantes limitaciones en cuanto a su actividad comercial, debidas, por un lado a razones jurídicas y, de otro, a que en la práctica era difícil que desempeñasen una función empresarial dada su configuración como profesionales que ejercían su actividad a título individual. De hecho, la posibilidad de Asociación de Agentes de Cambio y Bolsa estuvo prohibida en la legislación española hasta 1975.

2. Los Agentes de Cambio y Bolsa desempeñan una función jurídica, actuando como fedatarios públicos en las transacciones mercantiles en que intervenían. Esta función de fé pública se extendía a la intermediación bursátil que estaba dotada de una especial seguridad jurídica.

La figura del Agente de Cambio y Bolsa desempeñó su cometido de forma extraordinariamente adecuada durante 150 años. Su principal misión, la seguridad del tráfico, se cumplía a plena satisfacción; de hecho en España existen pleitos en materia de bienes inmuebles y en otras materias pero son muy pocos los que se refieren a la propiedad o posesión de valores mobiliarios.

Sin embargo, en los años 90 se hacían precisos unos intermediarios bursátiles que fuesen auténticas empresas de servicios financieros. Con este fin la Ley del mercado de Valores crea unos nuevos miembros que son las Sociedades de Valores y Bolsa y las Agencias de Valores y Bolsa.

Las primeras tienen una capacidad doble, pueden actuar tanto por cuenta propia, tomando posiciones, como por cuenta ajena, si bien existen en la Ley unas normas rigurosas, enunciadas a nivel de principio, que establecen los criterios a seguir en los casos de conflictos de intereses.

Las segundas, las Agencias de Valores, pueden actuar única y exclusivamente por cuenta de sus clientes.

La Ley permite a estas entidades de nuevo cuño la realización de una amplia gama de servicios financieros; de hecho, sólo les queda vedada la realización de las actividades típicamente bancarias, el recibir depósitos en dinero del público y el otorgar crédito, salvo el crédito relacionado directamente con la adquisición de valores. Con el fin de que estas entidades tengan una solvencia adecuada a la actividad

que van a realizar se establece un régimen de capitales mínimos. En principio, estos son de 750 millones para las Sociedades de Valores y de 150 millones para las Agencias de Valores, pero el nivel de recursos propios mínimos puede aumentar en función del volumen y de la naturaleza de la actividad que realicen de acuerdo con la regulación detallada que se hace en la Ley disposiciones que la desarrollan sobre el denominado coeficiente de solvencia.

La profesionalización se extiende también al órgano rector del mercado. Anteriormente esta función se había desempeñado por los Colegios de Agentes de Cambio y Bolsa y por sus Juntas Sindicales. En el nuevo contexto se atribuye la misión de regir y administrar las Bolsas a unos órganos que se configuran como Sociedades Anónimas, las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores. Estas Sociedades, sin embargo, tienen unas características especiales que las alejan en determinados aspectos del régimen ordinario de las Sociedades mercantiles. Básicamente podría decirse que son dos:

1. Su capital es variable, puesto que dado el principio de número abierto y de libertad de acceso que se establece en la ley española, el capital de estas Sociedades Rectoras aumenta o disminuye todos los años, con unos procedimientos muy simples que no requieren la reunión de la Junta General, a la vista de los nuevos miembros que se incorporen o que se den de baja.

2. Su operativa también reviste determinadas peculiaridades derivadas de que el objeto de estas sociedades no es la obtención de un lucro, como es común en las compañías mercantiles, sino el desempeño de una función pública, regir y administrar un mercado organizado al que acuden las empresas para financiarse y el público para colocar sus ahorros.

El segundo de los objetivos básicos de la Ley del Mercado de Valores es el de conseguir la transparencia del mercado y el juego limpio en la actuación de los intervinientes, ya sean emisores, inversores o intermediarios.

Para conseguir el objetivo de dotar al mercado de la máxima transparencia se ha optado por una rigurosa regulación de los deberes de información. En relación a la Bolsa podemos distinguir tres clases de información que debe facilitarse al público.

1. Información referente al mercado. Aquí se incluye la información diaria que debe suministrarse relativa a precios y volúmenes, transacciones realizadas etc. La ley declara paladinamente que tiene carácter de información pública, desde el momento en que se produce, la referente a las transacciones realizadas, precios, intermedia-

rio que intervino y carácter con que lo hizo, es decir, si actuó por cuenta propia o por cuenta ajena.

2. Información relativa a compañías cotizadas. Se establece la obligación de publicar sus estados financieros, anuales consolidados, debidamente auditados, así como, información trimestral en la que se contenga la descripción de las operaciones financieras más importantes realizadas, además del balance y cuenta de resultados trimestrales. Es de señalar, que la intención de la Comisión Nacional del Mercado de Valores es modificar esta normativa, estableciendo el deber de información completa con carácter semestral y trimestralmente la obligación de enviar simplemente una información resumida que incluya aquellos acontecimientos que pudieran haber influido de forma más significativa en la marcha de la empresa.

3. Se establece la obligación de informar acerca de hechos relevantes, debiendo publicarse cualquier hecho que se produzca que pueda afectar a la marcha de la compañía y al valor de los títulos emitidos por la misma. Ejemplo típico de estas informaciones de hechos relevantes son las relativas a operaciones financieras, ampliaciones de capital, emisión de obligaciones, etc.

4. Se establece también la obligación de informar sobre las participaciones significativas, (que son las superiores al 5<sup>o</sup>%) en el capital de las empresas cotizadas, así como la participación que en el capital de dichas sociedades pudiesen tener los miembros de su Consejo de Administración o personas allegadas a los mismos.

Para asegurar el juego limpio en el mercado la Ley contiene una serie de procesos referentes, en primer lugar, a las situaciones en que pudieran producirse conflictos de intereses; en segundo lugar, en relación a la utilización de información confidencial y, por último, se establece un detallado régimen sancionador con una pormenorizada descripción de las infracciones y sanciones correspondientes.

Para garantizar el cumplimiento de estos objetivos y como punto fundamental de la Reforma se crea la Comisión Nacional del Mercado de Valores, órgano que se asemeja a la Securities and Exchange Commission norteamericana, y que tiene por objeto velar por el comportamiento de los intermediarios, ejercer una labor de supervisión en el mercado, resolver sobre determinadas cuestiones (como es la tramitación de Ofertas Públicas de Adquisición, la verificación de los requisitos exigidos por la Ley para la admisión a cotización oficial, etc.) y ejercer la iniciativa en la elaboración normativa, proponiendo las modificaciones en la regulación que en cada momento

aconsejen la situación del mercado y las circunstancias que concurren.

El tercero de los objetivos que persigue la Ley de Reforma española es el de liberalización y competencia. Las principales manifestaciones de este principio son:

1. Se establece un sistema de "numerus apertus", de manera que cualquier entidad mercantil que cumpla los requisitos objetivos y de capital que establece la Ley, podrá solicitar ser miembro de los mercados bursátiles.

2. Se sienta el principio de libertad de acceso al capital de estas entidades por parte de los Bancos y también de los inversores extranjeros. Respecto de estos últimos, la libertad es total cuando se trata de países pertenecientes a la Comunidad Económica Europea y a condición de reciprocidad en caso contrario.

3. La liberación se refiere al régimen de comisiones, que se declaran libres, si bien la libertad total se conseguirá tras un período transitorio que termina el primero de enero de 1992.

La organización institucional del mercado se completa con dos Sociedades importantes:

#### 1. La Sociedad de Bolsas

Que rige el sistema de interconexión bursátil. La Ley del Mercado de Valores trata de resolver el problema de la fragmentación de los mercados bursátiles españoles. Existen en España en la actualidad cuatro Bolsas de tamaño distintos, puesto que la Bolsa de Madrid absorbe aproximadamente un 84<sup>o</sup>/o del volumen total de contratación, la Bolsa de Barcelona representa aproximadamente el 12<sup>o</sup>/o, la Bolsa de Bilbao un 3<sup>o</sup>/o y la Bolsa de Valencia un 1<sup>o</sup>/o.

Con este fin se establece un sistema de interconexión, al objeto de que se contraten dentro del mismo los valores más líquidos. Como órgano rector de este sistema se crea una sociedad, denominada Sociedad de Bolsas o Sociedad de Interconexión Bursátil, que está participada al 25<sup>o</sup>/o por cada una de las cuatro Sociedades Rectoras de las Bolsas españolas.

#### 2. La Sociedad de Liquidación y Compensación.

Tiene por objeto gestionar el sistema de liquidación y compensación que de acuerdo con la Ley se basa en una total desmaterialización de forma que los valores estén representados fundamentalmente por medio de anotaciones en cuenta. Esta sociedad de Liquidación y Compensación aún no se ha constituido por lo que sus funciones se

desempeñan transitoriamente en la actualidad por las Sociedades Rectoras de las Bolsas. La Ley es extraordinariamente amplia en cuanto a la misma, puesto que no llega a designar siquiera cual será su composición. Sólo dice que en la misma participarán los miembros de las Bolsas y las entidades financieras interesadas en los procesos de liquidación, compensación y depósito. También le corresponde gestionar la Central de Anotaciones en Cuenta.

Aparte de lo que prescriben las normas jurídicas que acabo de resumir, se han dado una serie de pasos concretos para mejorar nuestro Mercado de Valores, en desarrollo de la Ley o, simplemente, a la vista de cuales eran las necesidades del mercado, y que han estado protagonizados por la iniciativa de las Sociedades Rectoras.

Hemos trabajado a lo largo de un año de reforma tratando de mejorar el mercado. La que podríamos denominar reforma técnica se ha desarrollado en los siguientes campos:

1. Contratación. En los mercados españoles la contratación se basaba en el sistema de subasta doble a viva voz en corros. Antes de la entrada en vigor de la reforma, a iniciativa de la Bolsa de Madrid, comenzó la implantación de un sistema de contratación electrónica y continuada que interconectase además a las cuatro Bolsas españolas. El sistema se basó en el denominado CATS (Computer Asisted Trading System) que funciona en la Bolsa de Toronto desde principios de los años 70. Quizá no sea uno de los sistemas más modernos del mundo, pero es muy experimentado y funcionalmente es francamente bueno como lo prueba el que no sólo han sido las Bolsas españolas las que lo han adaptado sino también la Bolsa de París, la de Bruselas y la Bolsa de Sao Paulo.

El CATS se introdujo en España en abril de 1989. Cuando en julio entró en vigor la reforma solamente un 10 por ciento del volumen total de contratación se producía dentro de este sistema informático.

En el plazo de aproximadamente un año se han introducido en el CATS las 110 acciones más representativas del mercado español que constituyen casi un 90 por ciento del volumen total de contratación, de forma que el grueso de las transacciones en nuestros mercados de valores se desarrolla por ordenador en un sistema interconectado de funcionamiento continuo que dura desde las 10 horas de la mañana hasta las cinco de la tarde.

La incorporación de valores al CATS se ha producido de una forma ordenada y sin incidentes dignos de mención.



2. Liquidación. Hemos tratado desde el principio de la reforma de conseguir los objetivos marcados por el Grupo de los Treinta. Sin embargo la modificación de nuestros procedimientos de liquidación es compleja y lleva tiempo. Se ha trabajado de firme aunque los resultados concretos sólo podrán verse en el futuro próximo. En España existe un sistema de fungibilidad, que elimina en buena medida la entrega física de los títulos y que viene funcionando desde 1974. El primer paso que hemos dado, y que ya se ha conseguido, ha sido el incorporar los valores nominativos que son principalmente las acciones bancarias, al sistema de fungibilidad. Las primeras acciones bancarias se han incorporado al sistema fungible en octubre del presente año.

El próximo objetivo consiste en evolucionar de un sistema de liquidación por períodos completos, (actualmente en el sistema fungible toda la contratación de una semana se liquida el viernes de la semana siguiente), a un sistema de liquidación diaria. En principio, el objetivo sería liquidar a los cinco días hábiles, de manera que: cada día de la semana se liquidarían las operaciones contratadas el mismo día de la semana anterior.

De acuerdo con los trabajos que llevamos realizados nuestra previsión es que este sistema de liquidar en D + 5 se consiga en el verano de 1991. Algo más difícil será conseguir la liquidación en D + 3, que es lo que recomienda como objetivo último el Grupo de los Treinta.

Finalmente, estamos trabajando en la desmaterialización total sustituyendo los títulos por anotaciones en cuenta. Para ello se ha procedido en primer lugar al cuadro del sistema, al cuadro entre las anotaciones en cuenta existentes en la actualidad (llamadas Referencias Técnicas) y los títulos físicos depositados en las arcas de las entidades de crédito. El cuadro está prácticamente terminado y ha tenido un resultado positivo por lo que el paso fundamental para llegar a la desmaterialización completa ya se ha dado.

3. Se está ampliando la gama de productos que el mercado ofrece al público. Para ello queremos potenciar:

a. El mercado de Renta Fija que, como he dicho al principio de mi exposición, en España es verdaderamente raquítico, quizá porque en la financiación mediante deuda ha tenido un peso absolutamente decisivo el sector bancario y el crédito bancario.

b. También queremos intruducir un mercado de productos derivados y hemos elaborado un proyecto que permitirá contar en un plazo

de aproximadamente un año con opciones sobre renta variable y sobre índices bursátiles.

4. Se han introducido mejoras importantes en materia de informática y comunicaciones, con una serie de logros concretos. A título de ejemplo citaré dos:

a) Routing de órdenes. En el mes de noviembre de este año, la próxima semana, entrará en funcionamiento un sistema de encaminamiento de órdenes que permite que éstas lleguen directamente al sistema de contratación electrónica y que comunique su ejecución al usuario en conexión directa con los sistemas de liquidación y con el resto de los procedimientos administrativos de la operación bursátil.

b). Difusión de información. Nos hemos adentrado en este terreno, al igual que hacen otras Bolsas del mundo, difundiendo información comercialmente en las mismas condiciones que los redifusores profesionales.

La Bolsa de Madrid ha sido innovadora en España en este terreno. Tenemos un ambicioso proyecto de difusión de información, a través de una sociedad filial, en donde se contempla, por un lado, lo que llaman los anglosajones el "Broadcasting" (información unidireccional), que contine principalmente datos del mercado, precios, volúmenes, mejores posiciones, etc., y que utiliza la tecnología de difusión de datos a través de frecuencia modulada y también a través de televisión. Pero también contemplamos una información interactiva que principalmente difunda datos referentes a la marcha de las compañías cotizadas, situación económica, etc., que permita un diálogo entre el usuario de la información y la base de datos donde ésta se contiene. En definitiva, estamos haciendo un esfuerzo importante para que la información que legalmente publicamos y toda la que es de interés para el mercado, se conozca por todos, por procedimientos baratos, facilitando así el acceso del público a los mercados bursátiles.

A grandes rasgos, esta es la labor que hemos venido desempeñando y ésta es nuestra experiencia de un año de reforma. Quiero destacar que la reforma de las Bolsas españolas ha supuesto una verdadera revolución, que se produjo en un tiempo muy corto, de forma quizá demasiado brusca. Basta recordar que un viernes contrataron en la Bolsa de Madrid los Agentes de Cambio y Bolsa individuales y que el lunes siguiente contrataron las Sociedades y Agencias de Valores, los nuevos miembros dirigidos por el nuevo órgano rector, las Sociedades rectoras de las Bolsas. Que ésta transformación radical se consiguiera sin traumas y sin problemas significativos, demuestra el extraordina-



rio sentido de la responsabilidad que demostraron todos los interventores en este proceso.

He expuesto de forma resumida la situación y las reformas que se han introducido en nuestro mercado bursátil. No sé si el ejemplo español será de utilidad muy concreta para su mercado de valores, puesto que la situación de nuestras economías y sistemas financieros pueden ser bastante distinta, pero estoy convencido de que el intercambio de experiencias siempre es positivo.

En todo caso quiero aprovechar esta ocasión, y ya termino, para ofrecerles mi colaboración personal, la de la Bolsa de Madrid y de las Bolsas españolas para todo aquello en que pudieramos serles de utilidad. Como conclusión y resumen de toda mi exposición quiero reiterar mi pleno convencimiento de que las Bolsas pueden y deben tener un papel muy relevante en el desarrollo de economías con alto potencial de crecimiento. Creo que esto es algo que todos debemos tener bien presente.

# **RIESGO CAMBIARIO Y FINANCIACION DEL COMERCIO EXTERIOR**

*Alberto Calderón Z. \**

## **I. INTRODUCCION**

**L**a política de apertura de la economía busca no sólo promover y facilitar el comercio exterior, sino también ampliar las posibilidades de financiación de dicho comercio. Con respecto a este último punto, una restricción importante es el acceso que tenga el país a los recursos de crédito externo. No obstante, existen otras políticas que incentivan la financiación del comercio y que no dependen de la restricción crediticia. Este trabajo estudia alguna de estas alternativas.

Un posible desarrollo del Proyecto de Ley Cambiario que se presentó en septiembre, es el de permitir el acceso a instrumentos financieros de protección cambiaria. Así, la utilización de opciones, mercados de futuros y swaps, reducen la incertidumbre en la financiación del comercio exterior y, por lo tanto, lo incentivan.

Por su parte, medidas recientes de la Junta Monetaria autorizan financiar, al eliminar los plazos máximos de reintegro, las exportaciones del país. Esto no sólo fortalecerá el mercadeo de las exportaciones, sino que le abre la posibilidad al sector financiero para ofrecer instrumentos de protección cambiaria peso-dólar.

En este trabajo se analizan las opciones, los mercados de futuros y las operaciones "swaps". Se muestra como podrían reducir la incertidumbre cambiaria en las operaciones de comercio exterior; además,

---

\* Asesor del Ministro de Hacienda. La responsabilidad de este documento es exclusiva de su autor y no compromete a la entidad.

se explica qué variables inciden y cómo se determinan los precios de los distintos instrumentos. Por último, se estudian disposiciones recientes de la Junta Monetaria que autorizan a los intermediarios financiar exportaciones a compradores extranjeros, y que permitirían crear mecanismos de protección cambiaria peso-dólar.

## II. INSTRUMENTOS DE PROTECCION CAMBIARIA

Existen diversos factores cambiarios que introducen una mayor incertidumbre en las operaciones de comercio exterior. En el caso de un exportador que espere recibir francos, cualquier apreciación del dólar frente a dicha moneda disminuirá sus ingresos. Por su parte, un importador que tenga una financiación de corto plazo, por ejemplo en marcos, cualquier depreciación de la relación dólar-marco le aumentará el monto de su pago, y consecuentemente disminuirá la rentabilidad de su negocio.

Si bien es cierto que los movimientos cambiarios también pueden beneficiar a los exportadores o importadores, la incertidumbre que esto genera aumenta el riesgo de las operaciones de comercio exterior, y por lo tanto las desincentiva. En otras palabras, eliminar los riesgos cambiarios le daría una mayor predicibilidad a los exportadores e importadores; la rentabilidad de la operación dependería del negocio mismo y no de movimientos cambiarios que no se pueden controlar.

El peso colombiano está atado, principalmente, al dólar<sup>1</sup>. Como se vio anteriormente, cualquier apreciación súbita del dólar frente a otras monedas, conlleva unos menores ingresos en pesos para el exportador nacional. En este capítulo se analizan los principales instrumentos financieros que sirven para eliminar el riesgo cambiario dólar-otras monedas fuertes. En el siguiente se estudian algunos mecanismos para disminuir el riesgo peso-dólar.

### A. FUTUROS Y "FORWARDS"

Un contrato "Forward" es un acuerdo individual entre un banco y un cliente, en el cual se estipula el precio, la cuantía al cual se hará una determinada transacción y la fecha en que dicha operación se llevará a cabo.

Así, por ejemplo, un contrato típico es el acuerdo de comprar DM

---

1. Movimientos súbitos en la relación dólar-marco o dólar-yen, no se reflejan en forma inmediata en la relación peso-dólar.

100.000 (marcos), dentro de 30 días, a una tasa de cambio establecida de antemano ( $F$  (forward) = 0.65).

Los contratos de futuros, por su parte, cumplen la misma función que los "forward". No obstante, éstos se pueden intercambiar en un mercado organizado —como por ejemplo, la bolsa de Philadelphia—, tienen plazos fijos (30, 90 y 180 días) y cuantías estándar.

Dado que ambos instrumentos otorgan la misma protección cambiaria —fijan tasa de cambio futura y monto de la transacción—, se seguirá estudiando únicamente el mercado de futuros.

Para el caso de un exportador que espera recibir en 30 días DM 100.000, y quiere asegurar su ingreso en dólares, una alternativa efectiva es un contrato por medio del cual se compromete a vender esta cantidad de marcos, en 30 días y a la tasa de cambio fijada por el mercado de futuros. Para el 27 de octubre, la tasa de cambio dólar/ marco estaba en 0.6577 \$/DM. Por su parte, la tasa de cambio en el mercado de futuros, a 30 días estaba en  $F = 0.6582$  \$/DM. Esto le fija el valor de su ingreso futuro en US\$65.820 (DM 100.000 X 0.6582). Consecuentemente, si por ejemplo la tasa de cambio \$/DM vigente el 27 de diciembre es de 0.60 \$/DM, el exportador "gana" US\$5.820 por haber efectuado el contrato en cuestión. No obstante, lo más importante es que asegura su ingreso en dólares ex-ante, y por ende tiene un criterio definido para saber si la exportación es rentable o no.

### 1. Como se Fija la Tasa de Cambio en el Mercado de Futuros.

El principio general más importante en la teoría de las finanzas es que en un mercado financiero no existen posibilidades de arbitraje inexploradas. Es decir, de hacer ganancias extraordinarias sin incurrir en riesgo alguno. Este principio no sólo rige los mercados de futuros, sino también, como se verá más adelante el precio de las opciones.

La relación que se describe a continuación, la cual se denomina "Paridad Cubierta de Tasas de Interés", es la que determina el nivel de la tasa  $F$ :

$$(1 + r_{us}) = F * (1 + r_{DM}) / S$$

donde  $r_{us}$  es la tasa de interés trimestral de un título del Gobierno de Estados Unidos  $r_{DM}$  es la tasa de interés trimestral de un título Alemán de "riesgo similar" al del título de los Estados Unidos.  $S$  es la tasa de cambio \$/DM "spot" —del día de la operación—;  $F$  es la tasa

de cambio \$/DM a la cual se harán las transacciones dentro de tres meses.

Si por ejemplo,

$$F/S (1 + r_{DM}) > (1 + r_{us})$$

los agentes económicos comprarían marcos a la tasa  $S$ , invertirían a la tasa  $(1 + r_{DM})$ , y al vender los marcos a la tasa  $F$ , asegurarían, hoy, un ingreso mayor que ahorrando en dólares. Dado que los dos tipos de mecanismo de ahorro son "igual" de seguros, los ahorradores se irían hacia el mercado donde obtienen una mayor rentabilidad. Esto, a su vez, apreciaría el marco hasta que se recuperara el equilibrio.

La relación de "Paridad Cubierta de las tasas de interés" ha sido sometida a toda clase de pruebas empíricas. La principal conclusión es que se mantiene, ajustada por los costos de transacción.

## B. OPCIONES

Una opción de compra —"call"— es un acuerdo por medio del cual el comprador de la opción adquiere el derecho, más no la obligación, de comprar un título valor específico, a un precio determinado. En principio, proteger contra mayores precios o menores tasas de interés. Para el caso que nos concierne, el ejemplo que se analiza es el del acuerdo de comprar en el futuro dólares, a cambio de marcos, y a una tasa de cambio preestablecida.

A su vez, existen dos tipos de opciones de compra: La Americana, en la cual se puede ejercer el derecho de compra en cualquier momento anterior al de la maduración —expiración— de la opción. Y la Europea, en la cual sólo se puede ejercer dicho derecho en el momento, en que expira la opción. Este trabajo se concentra en esta última clase de opciones; no obstante, las conclusiones se pueden extender sin mayores problemas a las opciones americanas.

Por su parte, la opción de venta —"put"— es un acuerdo por medio del cual el comprador adquiere el derecho, pero no la obligación, de vender, por ejemplo, una cantidad de dólares determinada, a cambio de marcos, dentro de un tiempo y a una tasa de cambio preestablecidas. Consecuentemente, las circunstancias en que el "put" es valioso son las opuestas a aquellas en las que un "call" tiene valor. Así, protegen contra menores precios o mayores tasas de interés.

La utilidad en un opción venta, en el momento de su maduración, es igual a:

$$M_{ax} (S_t - K, 0)$$

donde,

$S_t$  = Tasa de cambio "Spot", en el período  $t$ .

$K$  = "Precio de Ejercicio". Para opciones cambiarias, esto equivale a la tasa de cambio a la cual —durante la vigencia del "call"— se ejercería el derecho de comprar, por ejemplo, dólares, a cambio de marcos.

Es claro, como se ilustrará con un ejemplo, que el rendimiento no puede ser negativo. Por ende, la opción de compra tiene un precio "c", y la opción de venta también tiene un precio "P". En contraste, el costo de un contrato de futuro es cero, lo cual refleja el hecho que el rendimiento puede ser positivo o negativo.

Un ejemplo de cuándo puede ser útil adquirir una opción de compra, es en el caso de un importador que tiene un mes de plazo para pagar, DM 100.000. Los supuestos son los siguientes: la tasa de cambio "spot" del 27 de noviembre es de  $S_{nov} = 0.6577$  \$/DM. La tasa de cambio a 30 días que se está negociando el 27 de diciembre es  $F = 0.6582$  \$/DM. Por su parte, el costo de la opción "call", con un precio de ejercicio  $K = 0.66$ , es de  $c = 0.0061$  \$/DM. Es decir, el costo de dicha opción, para DM 100.000, sería de US\$661 (DM 100.000 x 0.0061 \$/DM).

Dada esta información, la cual está toda disponible el 27 de noviembre de 1990, el importador tiene tres opciones:

1. No. protegerse contra el riesgo cambiario dólar-marco. Por lo tanto, su egreso en dólares será aleatorio, e igual a:

$$DM\ 100.000 \times S_{dic}.$$

2. Puede comprometerse a comprar, dentro de 30 días, DM 100.000, a la tasa de cambio respectiva del mercado de futuros. ( $F = 0.6582$  \$/DM). Es decir, tendría un egreso asegurado en dólares igual a:

$$DM\ 100.000 \times 0.6582 = \$65,820$$

3. Puede adquirir una opción "call" por ejemplo, a una tasa de cambio  $K = 0.655$ . En el evento en que  $S_{dic} > K$ , ejercerá su derecho de vender DM 100.000 a dicha tasa  $K$ .

En el cuadro 1 se presentan estas alternativas, bajo diferentes supuestos acerca de la tasa de cambio "spot" del día 27 de diciembre.

Bajo estos supuestos de tasa de cambio "spot" del día 27 de diciembre, se observa que el egreso en dólares, sin protección cambiaria, oscilaría en un 45% (entre \$55.000 y \$80.000). La varianza se reduce significativamente, a niveles del 19%, con la opción de compra (entre \$56.661 y \$66.661); y se elimina con la compra de marcos en el mercado de futuros.

Es importante resaltar que el egreso máximo, con la opción de compra, es de US\$66,661. Sin embargo, el egreso mínimo no tiene tope, pues depende de cuánto se deprecie el marco.

De otra parte, las opciones de venta son útiles, por ejemplo, para los exportadores que quieren colocarle un tope mínimo a sus ingresos en dólares, pero no un tope máximo. En el cuadro 2 se presenta un ejemplo de un exportador que espera recibir, en un mes, DM 100.000. Los supuestos de tasas de cambio "spot" y "forward" son los mismos que en el caso anterior. Por su parte, el precio de ejercicio de la opción de venta es de  $K = 0.655$  y su costo es de  $p = 0.0056$  \$/DM.

Si por ejemplo, el negocio es rentable para el exportador en el evento en que reciba ingresos superiores a US\$65.000, es claro que le conviene protegerse contra el riesgo cambiario. De lo contrario, podría incurrir en pérdidas, como sería el caso en las primeras dos columnas.

CUADRO 1				
Egreso en US\$ el 27 de diciembre				
Alternativa	$\$D S_{dic} = 0.55$	$S_{dic} = 0.60$	$S_{dic} = 0.70$	$S_{dic} = 0.80$
Sin protección				
Cambiaría	US\$55.000 = DM 100.000x0.55	\$60.000	\$70.000	\$80.000
"Forward"	\$65.820 = DM 100.000x0.6582	\$63.820	\$65.820	\$65.820
Opción de compra	\$55.661 = DM 100.000x0.55	\$60.661= DM100.000x	\$66.661 DM100.000x	\$66.661
	+ \$661	0.6 + \$661	0.66 + \$661	

Por su parte, puede asegurar su ingreso, y por lo tanto fijar su nivel de rentabilidad, en el mercado de futuros. No obstante, limita su utilidad en el evento de una apreciación del marco.

Consecuentemente, bajo los anteriores supuestos, lo más aconsejable para el exportador es comprar una opción de venta. Esta le da el derecho a vender DM 100.000, a la tasa de cambio  $K = 0.655$  \$/DM. Por ende, su ingreso mínimo neto (descontando el costo de la opción) es de \$64.990, con lo cual asegura una rentabilidad mínima. Sin embargo, en la medida en que la cotización \$/DM supere dicha tasa de cambio ( $K$ ), no ejercerá el derecho que otorga la opción, sino que se beneficiará de dicha apreciación del marco. Su ingreso máximo está limitado por cuánto se devalúa el dólar frente al marco y no por las restricciones del instrumento financiero.

<b>CUADRO 2</b>				
<b>Ingreso US\$, el 27 de diciembre</b>				
	\$/DM $S_{dic} = 0.55$	$S_{dic} = 0.60$	$S_{dic} = 0.70$	$S_{dic} = 0.80$
Sin protec. Cambiaria	\$55.000	\$60.000	\$70.000	\$80.000
"Forward"	\$65.820	\$65.820	\$65.820	\$65.820
Opción "Put"	\$64.990= DM100.000x 0.655 - \$560	\$64.990	\$69.460= DM100.000X 0.7 - \$560	\$79.460= DM100.000 x0.8x\$560

En síntesis, las opciones, ya sea cambiarias o de bienes son un seguro que delimitan la mínima rentabilidad de un negocio pero dejan abiertas las puertas para ganancias adicionales. Este seguro, por lo tanto, tiene su precio. De otra parte, los mercados de futuros (o "forwards") aseguran un precio; es decir, fijan los ingresos o egresos del negocio.

### 1. Factores que Influyen el Precio de las Opciones

El precio de una opción se denomina el "premium". Dicha variable se ve afectada por diversos factores.



1. El premium de una opción de compra disminuye en la medida en que el precio de ejercicio  $K$  aumenta. En la medida en que  $K$  se incrementa, la probabilidad de que la opción se ejerza se reduce, y por lo tanto también se reduce el premium.

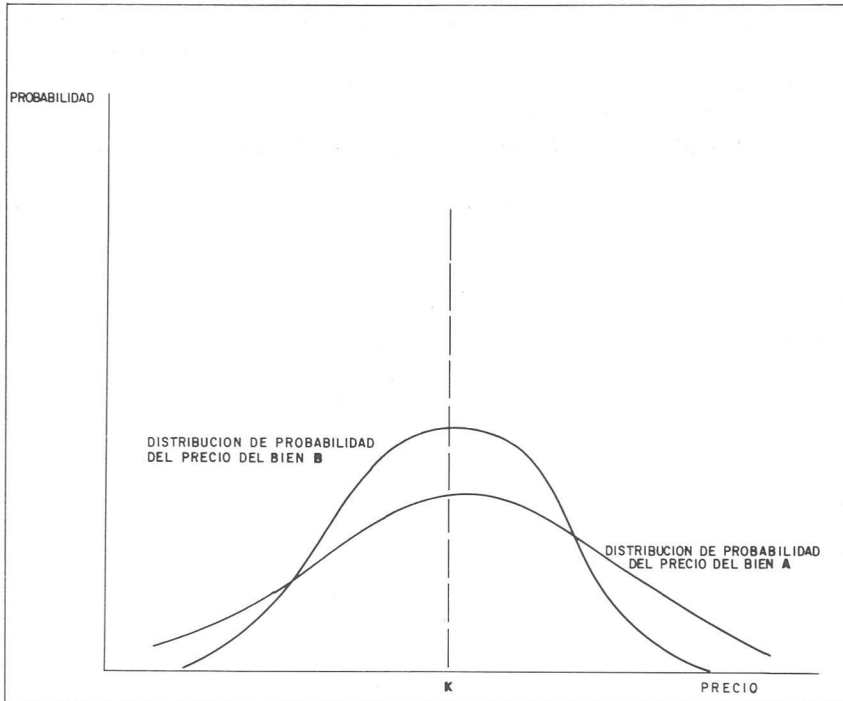
Lo anterior se comprueba en la información sobre opciones de compra  $\$/DM$  del Wall Street Journal del 24 de octubre de 1990.

CUADRO 3		
Precio de ejercicio	Calls Nov.	Settle Dic.
$\$/DM$		$\$/DM$
0.65	1.18	1.57
0.655	0.86	1.27
0.66	0.61	1.02
0.665	0.42	0.81
0.67	0.29	0.64
0.675	0.19	0.51

Lo contrario sucede con el premium de un "put" pues su precio aumenta en la medida en que el precio de ejercicio  $K$  aumente.

2. En las opciones americanas, el premium es una función creciente del período de vigencia de la opción. Esto se observa en el cuadro 3 y se explica porque la opción con un plazo mayor ofrece las mismas posibilidades que la otra, pero además una opción adicional durante el período en que sólo aquella —la del mayor plazo— está vigente.

3. Entre más volátil sea la tasa de cambio o, en general, el precio del bien, mayor será el premium de la opción. Esto se puede explicar mejor con el siguiente gráfico:



Ambas opciones tienen un mismo precio de ejercicio  $K$ . Para precios inferiores a  $K$ , la opción no se utiliza, y por lo tanto no genera utilidades. Cuando  $P > K$ , el rendimiento de la opción aumenta en forma proporcional; es decir, a lo largo de la línea de 45 grados cuyo origen es el precio de ejercicio  $K$ .

Si el precio "spot", para ambas acciones, es igual a  $K$ , hay una probabilidad del 50% de que el precio de las acciones baje, y que por lo tanto valgan cero. No obstante, si sus precios aumentan, es más probable que el precio del bien A aumente más que el del bien B —el precio del bien A tiene una mayor variancia—. Consecuentemente, hay una mayor probabilidad de que la opción A genere un mayor rendimiento. Dado que no importa cuánto baje el precio —por debajo de  $K$ , pues el mínimo rendimiento de la opción es de cero, la opción del bien A tiene que valer más que la opción del bien B. (Brealy y Myers 1988).

## 2. Como se Determina el Precio de una Opción.

El modelo original para determinar el precio de una opción es de Black y Scholes. Está basado en el principio que en el mercado no pueden existir oportunidades de arbitraje. Inicialmente, se expone un ejemplo de Brealey y Myers que da una intuición acerca del tema en cuestión. Posteriormente, se desarrolla el modelo de Cox, Ross y Rubinstein, el cual ilustra los principios básicos del modelo de Black y Scholes.

Se supone que una corporación ofrece una opción, con un año de plazo, con un precio de ejercicio  $K = \$160$ , y cuya acción vale hoy  $S = \$140$ . Además, se supone que el precio de la acción sólo puede caer a  $\$110$ , o aumentar a  $\$210$ . Por último, la tasa de interés para un año es de  $10\%$ .

Consecuentemente, si el precio de la acción cae, la opción no tendrá valor. Por el contrario, si el precio aumenta a  $\$210$ , el comprador de la opción ejercerá el derecho de compra al precio de ejercicio  $K = \$160$ . Es decir, que ganaría  $\$50$ .

El punto crucial del modelo Black —Scholes, es que compara la opción con la alternativa de pedir prestado. Siguiendo con el ejemplo, los rendimientos anteriores se comparan con la siguiente alternativa: se compra una acción hoy y se piden prestados  $\$100$  a un banco. Los dos resultados posibles son:

CUADRO 4		
Precio de la acción		
	\$110	\$210
— Valor acción	\$110	\$210
— Valor del préstamo	—\$110	—\$110
	-----	-----
— Utilidad	0	\$100
	-----	-----
— Utilidad con dos opciones	0	\$100

Se observa que la utilidad de esta operación es equivalente a comprar dos opciones. Consecuentemente, el valor de las dos inversiones (hoy) debe ser idéntico (para evitar arbitraje).

$$\begin{aligned}\text{Valor de 2 calls} &= \text{Valor de la acción} - \text{préstamo} \\ &= \$140 - \$100 \\ \text{Valor de 1 calls} &= \$20\end{aligned}$$

Por otra parte, el modelo de Cox, Ross y Rubinstein asume que durante un período, el precio de la acción únicamente puede cambiar en una de dos maneras. Con respecto al precio de hoy  $S$ , el valor de la acción puede aumentar a  $hS$  o disminuir a  $bS$ . Asumen que  $C(S, n)$  es el valor de la opción "call" de una acción cuyo precio es  $S$  y cuyo período de maduración es  $n$ .

Consideran un portafolio con  $N$  acciones y que vendió un "call". Es decir, que el portafolio vale, hoy,  $NS - C(S, n)$ . Después de un período, el portafolio valdrá:

$$\begin{aligned}NhS - C(hS, n-1) \text{ o} \\ NbS - C(bS, n-1)\end{aligned}$$

Se escoge un  $N$  que iguale estas dos cantidades:

$$N = \frac{C(hS, n-1) - C(bS, n-1)}{(h - b)}$$

Esto implica que el valor del portafolio en el período  $(n-1)$ , el cual se conoce con certeza en el período  $(n)$  es igual a:

$$\frac{b C(hS, n-1) - h C(bS, n-1)}{(h - b)}$$

Si el valor del portafolio en el período  $n$ , multiplicado por  $(1 + R)$  —donde  $R$  es la Tasa de interés de un bono "sin riesgo"—, fuera inferior al valor del portafolio en el período:  $(n-1)$ , se presentarían oportunidades de arbitraje<sup>2</sup>. En otras palabras, para que no haya

---

2. Se obtendría una rentabilidad superior a la que ofrece el mercado para un título sin riesgo ("risk free interest rate").

arbitraje es necesario que el valor del portafolio hoy —en el período  $n$ — sea igual al valor del portafolio en  $(n-1)$ , descontado por la tasa de interés:

$$NS - C(S, n) = \left[ \frac{bC(hS, n-1) - hC(bS, n-1)}{(h-b)} \right] / (1+R)$$

Lo cual, despejando, implica que:

$$C(S, n) = \frac{1}{1+R} * \left[ \frac{1+R-b}{h-b} * C(hS, n-1) + \frac{h-1-R}{h-b} * C(bS, n-1) \right]$$

Esta ecuación relaciona el valor de una opción en el período  $n$ , con su valor en  $(n-1)$ . En el momento de la maduración de la opción, se sabe que el valor de ésta es igual a  $C(S, 0) = \text{Max}(S-K, 0)$ . Además, esta información se conoce desde el período  $n$ .

Así, por ejemplo, el valor de una opción de un período de duración, y con los supuestos de que  $hS > K$  y  $bS < K$ , sería igual a:

$$C(S, 1) = \frac{1}{1+R} * \left[ \frac{1+R-b * (hS-K)}{h-b} \right]$$

Es importante resaltar que lo único que se desconoce en el momento  $n$ , son los valores “ $h$ ” y “ $b$ ”. Es decir, la varianza del precio de la acción, la cual se puede estimar econométricamente.

El modelo Black-Scholes se puede obtener a partir de la fórmula general para  $C(S, n)$  expuesta anteriormente. En efecto, reduciendo el tamaño de las variaciones [ $h-1$  y  $b-1$  tienden a cero] y aplicando el límite, se obtiene la fórmula Black - Scholes para el precio de una opción “call”:

$$C(S, T-t) = S \phi \left[ \frac{\ln(S/K) + (r + \sigma^2/2)(T-t)}{\sigma / (T-t)} \right] - e^{-r(T-t)} K \phi \left[ \frac{\ln(S/K) - (r + \sigma^2/2)(T-t)}{\sigma / (T-t)} \right]$$

Donde  $\phi$  es la función de probabilidad acumulada de una normal,  $(T-t)$  el tiempo que falta para la maduración de la opción,  $r$  es la tasa de interés y  $\sigma$  la desviación estándar de los cambios en el logaritmo del precio de la acción.

Al igual que en la fórmula para un período expuesta anteriormente,

todas las variables son conocidas en el momento  $(T - t)$ , con excepción de la varianza de los precios. No obstante, esta se puede calcular —con base en los datos históricos— con un elevado grado de confiabilidad.

### 3. Relación de Paridad Entre un "PUT" y un "CALL". "

El principio general de la inexistencia de arbitraje, se refleja también en la relación que existe entre el precio de una opción de venta, el precio de una opción de compra y los contratos de futuros.

En primer lugar, es necesario recordar que el precio de un contrato de futuros es cero.

Se construye el siguiente portafolio: comprar un "call", vender un "put" y comprar un bono por valor de  $\frac{K - F}{1 + r}$ , asumiendo que el

precio de ejercicio  $K$  es mayor que el precio "futuro"  $F$ . Además se asume que el precio de ejercicio es igual para ambas opciones.

En el cuadro 5 se presentan tanto el flujo inicial de caja, el cual se conoce de antemano, y el flujo en el momento de expiración de estas operaciones, el cual depende de la relación entre la tasa de cambio "spot" futura  $(S_t)$  y el precio de ejercicio  $K$ .

Se observa que la utilidad (o pérdida) del portafolio es igual para cualquier nivel de la tasa de cambio futura "spot". Además, dicha rentabilidad es igual a la que se obtendría con un contrato de futuros. Dado que el costo de un contrato de futuros es cero, el costo del portafolio que se construyó también debe ser cero. Es decir, el "pago neto" del cuadro 5 debe ser igual a cero:

$$(P - C) - \frac{K - F}{(1 + r)} = 0$$

para eliminar posibilidades de arbitraje. Se observa entonces que el mercado lleva a que el precio de la opción de venta esté relacionado con el precio de la opción de compra.

### C. "SWAPS" DE MONEDAS

Una operación Swap de monedas es una cadena de contratos de futuros por medio de los cuales se cambia el riesgo cambiario de una moneda por otra.

CUADRO 5			
		FLUJO	FINAL
	FLUJO INICIAL	$S_t < K$	$S_t > K$
Compra "Call"	-C	0	$S_t - K$
Vende "Put"	P	$-(K - S_t)$	0
Compra Bono	$-(K - F)$	$K - F$	$K - F$
	$1 + r$		
Pago neto = $P - C - \frac{-(K - F)}{1 + r}$		Utilidad = $S_t - F$	Utilidad = $S_r - F$

Así, por ejemplo, un industrial consigue un préstamo de DM 100.000, a una tasa de interés del 10%, y pagadero en tres años. Consecuentemente, al final del primer año pagaría DM 10.000, al final del segundo DM 10.000, y, finalmente, al cabo del tercer año pagaría DM 110.000.

En una operación Swap de marcos por dólares, el industrial se comprometería a comprar DM 10.000 al final del primer año, a una tasa de cambio \$/DM determinada, y así sucesivamente para los otros pagos. Es decir, en un sólo contrato "swap", se comprometería a hacer tres transacciones futuras, a unas tasas de cambio \$/DM preestablecidas. El resultado del swap es que el industrial consigue un préstamo en marcos, pero asume el riesgo cambiario en dólares.

Los swap también se utilizan para cambiar una deuda con una tasa de interés variable, por una deuda con tasa de interés fija. Esto, al igual que las operaciones de futuros, tiene el efecto de eliminar la incertidumbre en el pago del crédito. No obstante, tampoco se beneficiarían de una eventual reducción de las tasas de interés.

Una alternativa para una entidad que haya hecho un swap para pagar una tasa de interés fija, es combinar esta alternativa con una opción call sobre un título con rendimiento constante. Un ejemplo de esta operación se ilustra en el Cuadro 6 (First Interstate Bank, 1988). Se supone que una entidad tiene, como consecuencia de un swap, una deuda por \$10.000, a 7 años y a una tasa de interés del 8%, la cual es superior en 0.75% a la de un Título del Tesoro Americano a 7 años. Consecuentemente, ante una eventual reducción de las tasas de interés del mercado, la empresa puede comprar una opción "call", por \$10.000, a 90 días, y sobre un Título del Tesoro Norteamericano. El costo de la opción sería de \$.013 por marco.

Se observa en el Cuadro 6 que si las tasas de interés del mercado aumentan, la empresa se vería beneficiada por tener un interés fijo. Sin embargo, incurriría en el costo de la opción, el cual es fijo e igual a \$131.

Por su parte, si las tasas de interés disminuyen, la opción ofrecería una protección financiera proporcional a dicha disminución. Así, en el Cuadro 6 se asume que las tasas bajaron en 0.8<sup>o</sup>/o, con lo cual el beneficio de la opción —versus no tenerla— sería de \$300. Además, en la medida en que se reduzcan más los intereses, aumentaría dicho beneficio.

### III. FINANCIACION DE EXPORTACIONES Y MECANISMOS DE PROTECCION DEL RIESGO CAMBIARIO PESO — DOLAR

En una medida reciente de la Junta Monetaria, se autorizó a los proveedores colombianos para financiar sus exportaciones. Así, se eliminó el plazo máximo de reintegro, y además se abrió la posibilidad de que dicho reintegro se hiciera en monedas diferentes a la de negociación.

Por su parte, se autorizó a los intermediarios financieros para comprar la cartera del exportador. El proveedor queda así liberado de la obligación de reintegro. A su vez, la entidad financiera asumiría el riesgo crediticio del préstamo, quedaría con la obligación de reintegro, y se ganaría el riesgo cambiario peso-dólar.

Lo anterior no sólo fortalece los mecanismos de mercadeo de las exportaciones colombianas, sino que además le abrirá la posibilidad a las entidades financieras para que realicen operaciones de cubrimiento cambiario para los prestatarios nacionales de crédito externo.

En efecto, los intermediarios financieros podrán ofrecer swaps de deuda externa por deuda interna. El deudor original del crédito externo quedaría con un crédito en pesos, el cual incluiría la tasa de interés interna más un premium de riesgo cambiario. El intermediario financiero, por su parte, asumiría los pagos en dólares de dicho préstamo. El hecho de tener parte de sus activos en moneda extranjera —los provenientes de la financiación de exportaciones—, con unos pasivos correspondientes en pesos, les permitiría a las entidades financieras neutralizar el riesgo cambiario implícito en el swap.



Dia 1	Dia 90, Altas Tasas de Interés		Dia 90, Bajas Tasas de Interés		
-----					
CONDICIONES DE MERCADO	CONDICIONES DE MERCADO		CONDICIONES DE MERCADO		
Intereses del Título del Tesoro a 7 años	7.25%	Intereses T.T.	8.05%	Intereses T.T.	6.45%
Precio	100	Precio "Spot" (de \$ el título original)	95.875	Precio "Spot"	104.34
Tasa de interés SWAP	8%	Tasa de Interés SWAP	8.80%	Tasa de interés SWAP	7.20%
-----					
ACCION	ACCION		ACCION		
- Compra Call por \$10.000		- Deje expirar "call"		Vender "Call" por 434	
- Precio de Ejercicio	100				
- Expiración	90 días				
- Costo del call	0.013125				
-----					
FLUJO DE CAJA	GANANCIA/PERDIDA		GANANCIA/PERDIDA		
- Costo total del "Call"	(131.5)	Ganancia en SWAP	412	Pérdida en SWAP	434
		Costo "Call"	(131)	Ganancia con "Call"	434
		Ganancia con opción	281	Costo "Call"	(131)
		Ganancia sin opción	412	Pérdida con Opción	(131)
		Costo de la Protección	(131)	Pérdida sin Opción	(434)
				Beneficio de la Protección	303

ALBERTO CALDERON ZULIETA



---

## REFERENCIAS

- Brealwy, R. y Myers, S. "Principles of Corporate Finance", McGraw Hill, 1988.
- Connor, G. "Hedging", en "*Finance*", Macmillan Press, 1989.
- Cox, J.; Ross, F S y Rubinstein, M. "*Option Pricing: A Simplified Approach*", *Journal of Financial Economic*, Septiembre de 1979.
- First Interstate Bank, "Managing Interest Exposun With Simple and Compund OTC Options", mimeo 1988.
- Ingersoll, J. "Option Pricing Theory", en "*Finance*", ob. cit.
- Jorior, P. "CURRENCY Options" mimeo, 1985.
- Newbery, D. "Future Markets, Hedging and Speculation", en "*Finance*", ob-cit.
- Menton, R. "Options", en "*Finance*", ob-cit.
- Wallich, C. "The World Bank's Currency Swaps", *Finance and Development*, Junio 1984.

# **LA APERTURA ECONOMICA Y LAS OPERACIONES INTERNACIONALES DE LAS SUCURSALES O FILIALES DE EMPRESAS FINANCIERAS EN EL EXTERIOR; RETOS Y OPORTUNIDADES**

*Felipe Morris\**

## **I. INTRODUCCION**

**A**ntes que nada quisiera agradecer a la Dra. Florángela Gómez Ordoñez, Presidente de la Asociación Bancaria de Colombia, y al Dr. Carlos Caballero, ex-Presidente de la Asociación, la gentil invitación que me extendieron para participar en el XII Simposio sobre Mercado de Capitales, cuyo tema central es "La Apertura Económica y el Sistema Financiero".

Mi ponencia tratará en particular sobre el impacto de la apertura económica en las filiales, agencias o sucursales en el exterior de bancos colombianos y sobre el posible nuevo rol de éstas y las nuevas actividades internacionales que puedan realizar. En la medida de lo posible trataré de definir los lineamientos de una estrategia internacional. Para facilitar la exposición usaré la palabra "filiales" en un sentido amplio. Por lo tanto al hablar de filiales también me estaré refiriendo a agencias, sucursales y subsidiarias.

La exposición está dividida en cuatro secciones: (1) las razones para la expansión de filiales bancarias, (2) algunas características de

---

\* Banco Mundial

las filiales bancarias colombianas en el exterior (3) el impacto de la apertura económica sobre las filiales, y (4) nuevas oportunidades de negocios para las filiales en el exterior.

Antes de entrar al tema específico de mi exposición voy a referirme brevemente al tema del posible impacto de la apertura económica sobre el sistema financiero doméstico, aspecto importante que sólo se ha tratado esporádicamente a lo largo del simposio, y que a mi parecer merece una mención más detallada. La apertura económica va a resultar en un cambio en los precios relativos de una serie de productos, lo que va a beneficiar a algunos productores y perjudicar a otros. Esto puede afectar las carteras de créditos de los intermediarios financieros ya que la calidad de algunos de los créditos otorgados va a cambiar. Es indispensable que los intermediarios financieros analicen sus carteras y deudores para determinar el impacto relativo de la apertura sobre éstos y para empezar el proceso de reestructuración de sus carteras.

## II. RAZONES PARA LA EXPANSION DE FILIALES BANCARIAS

Una pregunta que muchos se hacen es el por qué de la expansión internacional de los bancos latinoamericanos. Esta expansión no se explica con los argumentos tradicionales de la teoría de la banca internacional. El fenómeno del crecimiento de la banca internacional ha sido estudiado por una serie de economistas que han intentado elaborar una teoría sobre la banca internacional. Existen dos escuelas de pensamiento sobre la expansión de las operaciones internacionales de la banca, una basada en la teoría de la organización industrial y otra basada en la teoría del comercio internacional. La primera argumenta que los bancos se expanden hacia aquellos países donde el sistema financiero es más eficiente (medido por márgenes de intermediación más reducidos) y que por lo tanto ofrecen mayores oportunidades de expansión. La segunda teoría se basa en la premisa que un sistema bancario es más eficiente en aquellos países que tienen una ventaja comparativa en producir "productos bancarios", principalmente depósitos y préstamos. Esta teoría indica que existen diferencias en la eficiencia de los distintos sistemas financieros y que aquellos sistemas más eficientes son más competitivos lo que permite a sus bancos ser exitosos en su expansión internacional.



En el caso de la expansión internacional de los bancos latinoamericanos, ninguna de estas teorías explica el por qué de ésta. La razón es que la expansión no se fundamenta necesariamente en consideraciones netamente económicas ni en una estrategia orientada a competir de igual a igual con bancos locales en el exterior ofreciendo tasas de interés mayores a los depositantes y tasas de préstamos más bajas a los prestatarios locales. Si fuera así, sería difícil discernir cuáles son las ventajas comparativas de un banco extranjero latinoamericano en el exterior que le permita competir exitosamente con bancos locales familiarizados con sus clientes locales y con el medio ambiente local. Lo que ocurre es que la expansión internacional de los bancos latinoamericanos ha estado más vinculada a otro tipo de consideraciones entre las cuales cabe mencionar: (1) la inestabilidad económica o política de los países de la región que o bien limita la expansión del negocio bancario doméstico o lo vuelve muy riesgoso, (2) un marco regulatorio y tributario asfixiante que incentiva al ahorrista a ahorrar en el exterior, (3) controles en las tasas de interés o altos encajes e inversiones forzosas que incentivan a bancos y ahorristas a exportar el negocio de intermediación, (4) la existencia de volúmenes importantes de negocios informales, en algunos casos ilícitos; y (5) la fuerte atracción que la laxitud de regulaciones y controles, la exención de impuestos, y la mayor amplitud y libertad en la captación y colocación de recursos que los centros financieros internacionales ofrecían.

En conclusión, en su mayoría, las filiales o sucursales en el exterior no se abrieron para competir con bancos locales en el extranjero, sino como instrumentos alternativos para canalizar el ahorro financiero doméstico y como vehículos para aprovechar de ventajas regulatorias en el exterior. Por otro lado, hay entidades que abrieron filiales en el exterior por razones de prestigio, sin considerar el alto costo operativo de éstas. Desafortunadamente no existe literatura sobre el desarrollo de la banca latinoamericana en el exterior, con excepción de estudios generales en determinados mercados, en parte debido a la dificultad de obtener información en algunos centros financieros donde se ubican. Esto dificulta hacer un análisis exhaustivo de las operaciones internacionales de la banca latinoamericana y de sus oportunidades futuras.

Se puede distinguir entre tres tipos de operaciones internacionales de bancos: (1) banca internacional a distancia (arm length), (2) banca offshore y (3) filiales con derecho a intermediar en iguales condiciones que bancos locales. Las operaciones internacionales de bancos

latinoamericanos en su gran mayoría son de los tipos (1) y (2). La expansión de las filiales del tipo (3) es la que se explica por la teoría tradicional de la banca internacional que mencioné anteriormente y que implica competir abiertamente con bancos locales en el exterior. Las filiales de tipo arm-length en general desarrollan operaciones de correspondencia, transacciones en moneda extranjera y financiamiento de exportaciones mientras que las de tipo offshore también captan depósitos pero fundamentalmente de extranjeros o no-residentes del país donde están operando y prestan hacia el exterior. Ya que en general han estado prohibidas de captar depósitos de ciudadanos del país donde se establecen, y debido al alto costo de establecer operaciones de menudeo (retail), las filiales han tendido a concentrarse en operaciones de banca mayorista. En general, todas las filiales también operan en los mercados internacionales de dinero (tales como el interbancario) donde invierten sus recursos excedentes a tasas de mercado competitivas.

La penetración de nuevos mercados no ha sido, por lo tanto, un propósito primordial para abrir las filiales, sino al contrario en su gran mayoría las filiales se han abierto como parte de una estrategia defensiva de proveer servicios adicionales a sus clientes domésticos ya existentes y evitar que se vayan a la competencia. Estos servicios incluyen operaciones de banca privada para turistas nacionales, hombres de negocios, o para trabajadores colombianos en el exterior, y complementar las necesidades bancarias de subsidiarias en el extranjero de clientes cooperativos colombianos.

Existe gente que considera que las filiales o sucursales en el exterior son nocivas para el país de origen argumentando que contribuyen a la fuga de capitales y a un achicamiento de los sistemas financieros domésticos. Sin embargo esta conclusión es simplista y errónea porque el desarrollo de las filiales debe verse como una consecuencia de la evolución política del país, de una mayor globalización e internacionalización del sistema financiero mundial, y del resultado de una serie de políticas macroeconómicas y políticas sectoriales financieras y no como la causa o el vehículo para facilitar la fuga de capitales. Al contrario se podría argumentar que las filiales juegan un rol muy importante al permitir a los bancos locales tener una base de depósitos en el exterior que les puede permitir expandir el acceso a líneas de crédito de correspondencia extranjeras y realizar una serie de otras operaciones de comercio exterior. Existe información de que en los últimos años una porción muy significativa de la financiación

del comercio exterior colombiano ha estado atendida por los bancos colombianos en el exterior. También han tenido un rol importante en la financiación de proyectos del Gobierno Central, entidades oficiales y empresas privadas. Las filiales también han contribuído a aumentar el financiamiento doméstico, al permitirle a los bancos prestar a clientes locales con la garantía de los depósitos de éstos en el exterior. Por último, se puede argumentar que las filiales hasta cierto punto evitan la huída definitiva del ahorro interno debido a la vinculación con el país.

Sin embargo, una crítica válida a estas filiales es que en muchos casos se han manejado inescrupulosamente o sin tener en cuenta el riesgo subyacente en algunas operaciones activas, lo que ha repercutido sobre la situación financiera de la casa matriz. Los problemas de filiales en el exterior de Bancos colombianos y su impacto sobre las finanzas de los bancos mismos han sido analizados a profundidad y por lo tanto no me voy a referir a ellos<sup>1</sup>. A raíz de los problemas que se suscitaron en la primera mitad de la década pasada la Superintendencia Bancaria ha hecho grandes progresos en mejorar la supervisión y control de las operaciones externas de las filiales y sucursales de Bancos colombianos. El tema de la regulación de las filiales es sumamente importante y complejo y merecería ser sujeto de una exposición aparte. La clave está en controlar que el banco no adquiera nuevos riesgos en el exterior que no estén cubiertos por su base de capital existente. Se tiene que evitar que se use a las filiales como pirámides para aumentar el "apalancamiento financiero" (endeudamiento) sobre una misma base de capital. Por otro lado, los Bancos mismos son más conscientes de los riesgos involucrados en las operaciones internacionales y son más cuidadosos en sus operaciones.

### III. ALGUNAS CARACTERISTICAS DE LAS FILIALES COLOMBIANAS EN EL EXTERIOR

El patrimonio de las filiales de bancos colombianos en el exterior a fines de 1985 ascendía al 87% del patrimonio existente en el sistema bancario doméstico, lo que indica la enorme importancia de las operaciones internacionales. Dicha proporción se ha ido reduciendo

---

1. Por ejemplo el artículo de Caballero Carlos, "La experiencia de Tres Bancos Colombianos en Panamá", Coyuntura Económica Vol. XVIII, No. 1, FEDESARROLLO, Marzo 1988.

paulatinamente y a fines de 1989 el patrimonio de las filiales sólo llegó a representar el 24% del patrimonio doméstico del sistema bancario colombiano. También ha habido una reducción en la proporción de activos y pasivos en el exterior relativos a los activos y pasivos locales, pero esta reducción ha sido menos significativa. Los activos de las filiales en el exterior disminuyeron de 30.1% a 22.9% de los activos domésticos entre 1986 y 1989, mientras que los pasivos se redujeron de 29.2% a 22.8% respectivamente. Se puede concluir que la importancia relativa de las filiales del exterior en las operaciones totales del sistema bancario colombiano ha disminuído significativamente en los últimos años pero que estas filiales todavía representan una proporción importante del volumen de operaciones y del patrimonio de los bancos colombianos. La reducción relativa de la importancia de las filiales se debió por un lado a una disminución en la tasa de crecimiento de sus operaciones, aunado a un proceso de recuperación del sistema financiero colombiano doméstico y a un rápido fortalecimiento patrimonial de las casas matrices debido a mayores requerimientos por parte de la Superintendencia Bancaria.

A fines de 1989, los activos totales de las entidades colombianas en el exterior ascendían a US\$2.2 millones distribuídos de la siguiente manera: 47.6% en Panamá, 28.9% en EE.UU. 21.7% en Nassau, y el restante 1.8% en otros centros. Por la ubicación geográfica de los activos se aprecia que las filiales más importantes son del tipo offshore. La excepción serían algunas de las filiales localizadas en Nueva York, Miami y Panamá donde se realizan operaciones de compraventa de títulos de deuda en mercados secundarios, los servicios de finanzas corporativas, y los principales negocios de los mercados interbancarios y de dinero. La información sobre rentabilidad en el año 1989 indica que, en su conjunto, las filiales en el exterior fueron menos rentables que las operaciones domésticas de los bancos. La rentabilidad del sistema de banca comercial colombiana en su conjunto ascendió a 15% en 1989 mientras que la rentabilidad de las filiales en el exterior fue de sólo 5.4%. La rentabilidad está medida por la razón de las utilidades a capital y reservas. Hubiera sido interesante analizar los resultados de años anteriores para ver si esta diferencia en rentabilidad es típica. Sin embargo, las características especiales de la banca colombiana debido a las crisis financieras que experimentó en la década de los ochenta dificultan la comparación. En caso que efectivamente se pudiera comprobar que las filiales en el exterior han sido menos rentables tradicionalmente, esto también reforzaría el



argumento de que el establecimiento de las filiales responde a una estrategia defensiva de las entidades para proteger un mercado ya establecido. La menor rentabilidad de las filiales se compensaría con las utilidades que obtiene el banco en las operaciones domésticas realizadas con los mismos clientes.

#### IV. EL IMPACTO DE LA APERTURA ECONOMICA SOBRE LAS FILIALES

Es difícil cuantificar el impacto que la apertura económica puede tener sobre las operaciones en el exterior de instituciones financieras colombianas. A primera vista parecería que la apertura económica y la liberalización del sistema financiero reduciría el incentivo que tienen los ahorristas domésticos para depositar en el exterior. Esto ocurriría porque la eliminación o reducción significativa de los controles cambiarios le daría una mayor tranquilidad al depositante de que en el futuro no le sería difícil transferir recursos al exterior o hacerce de moneda extranjera, al mismo tiempo que una disminución de encajes e inversiones forzosas permitiría a los bancos ofrecer una rentabilidad más alta en los depósitos en moneda nacional. Por otro lado, la reducción de controles cambiarios (en particular de la prohibición que colombianos tengan depósitos en moneda extranjera) puede ser que resulte en una transferencia de depósitos de colombianos en el exterior desde bancos extranjeros hacia filiales y sucursales de bancos colombianos. El argumento sería que al ser legales estos depósitos, ya no hay necesidad de sobreprotegerse depositando en bancos extranjeros donde la ley colombiana no tiene acceso a información, y por lo tanto se puede depositar en las oficinas en el exterior de los bancos domésticos con los que tienen relaciones bancarias en forma cotidiana.

Así vemos que no sólo es difícil cuantificar el impacto de la apertura sobre las operaciones en el exterior de instituciones financieras, sino aún más, es incluso difícil el determinar si el volumen de captación va a aumentar o disminuir luego de la apertura.

Si bien es difícil cuantificar el impacto de la apertura sobre la captación de depósitos, es más fácil especular sobre su impacto en las operaciones de estas instituciones. La apertura económica va a ser muy beneficiosa para el sistema financiero porque va a tender a aumentar el volumen de operaciones y a incrementar el tipo de tran-

sacciones que puede realizar. En última instancia el impacto de la apertura sobre las filiales y sucursales en el exterior, en parte va a depender de la estrategia internacional de las instituciones. La apertura va a ampliar la gama de negocios posibles y por lo tanto aquellas instituciones que sean más innovativas y agresivas tendrán oportunidad de ampliar sus operaciones. Quiero recalcar aquí algo que volveré a repetir posteriormente: la expansión al exterior no es recomendable para todas las instituciones.

## V. NUEVAS OPORTUNIDADES DE NEGOCIOS PARA LAS FILIALES EN EL EXTERIOR

La apertura económica no sólo le va a traer nuevas oportunidades de negocios a las filiales externas de los bancos colombianos sino que al introducir mayor competencia en el mercado financiero doméstico va a forzar a los banqueros a redefinir el rol y funciones de sus operaciones en el exterior para que a través de éstas se neutralice la competencia de intermediarios financieros extranjeros. La internacionalización de los mercados financieros que se inició en la década de los setenta está prosiguiendo a pasos agigantados lo que obliga a las instituciones financieras a modificar sus estrategias institucionales casi permanentemente.

La redefinición de la estrategia internacional de los bancos, y en particular del rol de las filiales del exterior, va a ser fundamental para poder hacer mejor uso de los recursos en el exterior y aprovechar una serie de sinergías que pueden resultar de una interacción más estrecha entre las actividades domésticas del banco y sus filiales, y las actividades que realiza o puede realizar la filial en el exterior. La apertura económica va a traer un gran número de oportunidades de inversión particularmente en las áreas de comercio exterior e inversión extranjera que pueden ser aprovechadas por las instituciones financieras domésticas. La futura liberalización financiera que va a ampliar las actividades que los bancos pueden realizar a través de filiales (incluyendo funciones de banca de inversión) va a generar una gama importante de nuevas oportunidades de negocios a las filiales en el exterior de los bancos más agresivos. Estas oportunidades, sin embargo, no se van a dar en todas las filiales, sino sólo en aquellas establecidas en plazas que son verdaderos centros financieros (i.e. Nueva York y Miami) y donde es posible hacer contacto con inversionistas institucionales y de otra índole. Las nuevas oportunidades van a ser más limitadas para las filiales en otras plazas como Gran Caymán, Nassau,

Curaçao, o incluso Panamá, que hoy en día son primordialmente centros para registrar operaciones que se generan en otras plazas.

Existe toda una gama de operaciones que pueden realizar las filiales para incrementar sus volúmenes de negocios y rentabilidad. La mayoría de estas actividades las han podido realizar en el pasado, pero las posibilidades de llevarlas a cabo de manera rentable se van a incrementar luego de la apertura económica y de la liberalización de las actividades que pueden llevar a cabo los bancos en el interior del país ya que al haber un mayor volumen de operaciones, los costos unitarios disminuirían. La mayoría de nuevas oportunidades se presentan en el área de banca de inversión donde tendrán que competir con instituciones extranjeras con mucha experiencia y prestigio y con aquellas corporaciones financieras locales y boutiques financieras que desde hace unos años han empezado a incursionar en este campo. Aquí cabe mencionar que no todos los bancos pueden beneficiarse de una expansión internacional. Como mencioné anteriormente, los costos en el exterior son altos, por lo tanto una expansión debe justificarse mediante un exhaustivo estudio de mercado teniendo en cuenta el volumen de operaciones que se pueden realizar en un área geográfica determinada y las sinergías que existen con las operaciones domésticas. Muchos bancos pueden descubrir que les es más rentable desarrollar una buena relación con un corresponsal extranjero que expandirse directamente.

Las siguientes son algunas de las actividades que las filiales en el exterior de bancos locales podrían realizar además de profundizar aquellas que ya realizan:

— Análisis sectorial y de mercado para productos domésticos de exportación en mercados internacionales. Estos trabajos se podrían vender a bancos de inversión locales y extranjeros.

— Identificación y diseño de proyectos de inversión orientados hacia los mercados externos que podrían atraer inversión extranjera hacia Colombia o que serían aptos para financiamiento internacional. El desarrollo de esta actividad requiere que el banco matriz esté realizando operaciones de banca de inversión en Colombia o que se asocie con otras entidades que las realiza. El rol de la filial sería el de asesorar en la identificación y diseño de los proyectos e interesar a inversionistas extranjeros que podrían adquirir acciones en el proyecto o participar como financistas, una vez que la propuesta esté terminada.

— Establecimiento y promoción de Fondos de Inversión en acciones colombianas. Esta actividad también requiere una filial doméstica

que se dedique a banca de inversión o una relación muy estrecha con entidades domésticas autorizadas a realizar estas funciones. La filial en el exterior vendería a los inversionistas institucionales extranjeros las participaciones de un fondo creado por la filial doméstica. Estos fondos han tenido mucho éxito en varios países (particularmente del sud-este asiático) pero también en Chile, México y Brasil y funcionan como modelos de lo que es posible hacer para atraer capital extranjero.

— **Debt-Equity Swaps.** El negocio de intercambio de deuda externa de empresas del sector privado por capital en las mismas empresas también podría llevarlo a cabo las filiales del exterior. Las filiales podrían participar comprando la deuda a prestamistas extranjeros y manteniendo ellas el riesgo crediticio o vendiéndola a otros inversionistas. Este negocio no es muy activo en Colombia debido a la inexistencia de un programa oficial de conversión de deuda.

— **Mercadeo de Bonos de Repatriación Nacional.** La Ley colombiana contempla la emisión de bonos que otorgan amnistía cambiaria y tributaria para el comprador colombiano con recursos en el exterior. Estos bonos nunca fueron emitidos por temor a que se pensara que eran un mecanismo del Gobierno para facilitar el lavado de dinero. Si se venden en denominaciones mayores a US\$10,000 no habría problema. Estos bonos tendrían que ofrecer una rentabilidad suficiente para compensar la exención tributaria que tiene el inversionista no-residente en Estados Unidos o de lo contrario tendrían que ser emitidos con una exención del impuesto al patrimonio y de la renta. México ha tenido una muy buena experiencia en la repatriación de capitales en los últimos dos años. Se estima que aproximadamente US\$4,000 millones han vuelto atraídos por el clima económico estable y la aparición de instrumentos emitidos por el sector público y por empresas privadas que fueron recibidos favorablemente. El Gobierno también contribuyó con una Ley de Amnistía. Los Bonos de Gobierno inicialmente fueron vendidos ofreciendo un rendimiento de 17% en dólares. En estos momentos los papeles se transan para ofrecer un rendimiento de 12% , lo que indica que los inversionistas demandan una menor compensación por el riesgo mexicano. El mayor incentivo para la repatriación de capital en México ha sido la buena evolución de la economía recientemente y el marco político de estabilidad que se ha logrado en los últimos años.

— **Servicios de Consultoría.** Las filiales podrían también ofrecer servicios de consultoría a inversionistas extranjeros interesados en inversión directa en Colombia. Esto podría incluir servicios de matchmaking para joint ventures, asesoría de inversiones y negocios,



y mercadeo de servicios de información que la casa matriz o filiales locales elaboran. Estas funciones estarían relacionadas con la promoción de la internacionalización de la economía y el aumento del flujo de información sobre finanzas, comercio e industria en el exterior que serían fundamentales para el éxito de la apertura económica.

## VI. CONCLUSION

Las filiales bancarias colombianas en el exterior juegan un papel muy importante en la financiación del comercio exterior. En el contexto de la crisis de la deuda latinoamericana de la década de los ochenta caracterizada por políticas crediticias restrictivas de los bancos corresponsales a los países de la región, las filiales han jugado un rol muy importante como fuentes sustitutivas de recursos. Considero que en la década de los noventa las filiales pueden jugar un rol aún más importante si es que aprovechan las distintas nuevas oportunidades que la apertura económica les va a brindar, particularmente en actividades vinculadas con banca de inversión. Por otro lado, la expansión en el exterior, puede ayudar a contrarrestar los efectos que la apertura económica va a tener sobre las actividades domésticas de los bancos: por ejemplo: la necesidad de reestructurar sus portafolios, el aumento de la competencia extranjera, y menores márgenes de intermediación debido a la expansión de los mercados de capitales y por lo tanto de la financiación directa. Para que las filiales puedan aprovechar los beneficios de la apertura económica va a ser importante que se cambie la legislación colombiana para que se reduzca la excesiva especialización. Se debe tender hacia un sistema de banca universal con un fuerte control preventivo por parte de las autoridades. En este sentido la reforma financiera que se ha propuesto al Congreso colombiano está en la dirección correcta.

---

***SESION DE CLAUSURA***

# EL SISTEMA FINANCIERO ANTE LA APERTURA ECONOMICA

*Francisco J. Ortega*  
*Gerente General*  
*Banco de la República*

## I. INTRODUCCION

**1** Los problemas económicos que experimentó el país en la primera mitad de los años ochenta, originados en desajustes de la política macroeconómica doméstica, en la recesión internacional de 1982 que alteró desfavorablemente los términos de intercambio, y en la perturbación total de los mercados internacionales de crédito por el conocido conflicto de la deuda externa, influyeron en forma decisiva para que el sistema financiero colombiano entrara en crisis. Desde luego estos factores sólo vinieron a desnudar las graves fallas internas que ya mostraban las instituciones financieras, por su bajísima dotación de capital, su alta estructura de costos, la elevada proporción de activos no productivos y los malos manejos administrativos, todo ello en un marco de deficientes procesos de control y vigilancia.

2. Estos fenómenos, vistos en retrospectiva, con diferentes secuencias y variados grados de encadenamiento entre unos y otros, nos inducen a reflexionar sobre si la positiva evolución de las instituciones financieras en los últimos años y la política que las ha guiado, aunque importante y significativa para corregir las fallas de solvencia y rentabilidad de los distintos intermediarios, han tenido todo el significado de una reforma de fondo capaz de situar al sector en la posición de impulsar la actividad productiva por el sendero de las ambiciosas metas de cambio que plantea la modernización de la economía y la apertura comercial.

3. Una primera respuesta indicaría que debido a la existencia de una estructura de capital poco competitiva entre las entidades financieras, en razón del peso que tienen aquellas de carácter oficial, así como del poder monopolístico de las instituciones del sector privado, aún falta camino por recorrer en materia de reformas. Sin embargo, no se debe desconocer que son muchos y muy importantes los cambios que se han introducido en cuanto a funciones y manejo de las

entidades financieras y del mercado en que éstas operan, como veremos a continuación. No es exagerado señalar que ha habido una profunda transformación en el amplio frente de la política monetaria y financiera, gracias a la cual hoy se tiene un sector dinámico y fuerte, con la capacidad para suministrar el respaldo que necesita la expansión industrial y del comercio.

4. De todos modos se hace indispensable efectuar un examen profundo acerca de la evolución que deben cumplir las entidades financieras, pues la economía del país está expuesta a un intenso e importante debate sobre las reformas estructurales que se deben adelantar para transformarla y vincularla de manera eficiente y ventajosa a los mercados mundiales de bienes y servicios. Se requiere que las entidades financieras tengan un lugar definido en este proceso, con su propio cronograma de actualización.

## II. AVANCES EN EL ORDENAMIENTO DEL SISTEMA FINANCIERO

5. El progreso del sistema financiero ha tenido, desde mediados de los años 1970, su propia dinámica. Los logros iniciales pueden sintetizarse en el hecho de haber abandonado el principio de control sistemático de las tasas de interés, lo que tendía a reprimir el ahorro financiero, a distorsionar los mercados crediticios, y a inducir una deficiente asignación de recursos. El cambio de manejo financiero tuvo como pieza fundamental la liberación del interés sobre el crédito bancario ordinario y la de la tasa de corto plazo para el ahorro corriente a través de los CDT, así como la remuneración de ciertas inversiones forzosas, así fuera a tasas bajas. Estas decisiones condujeron, en su conjunto, a asegurar retribuciones a los ahorradores en Colombia que han oscilado alrededor de los 5 puntos reales.

6. Es así como se ha logrado obtener una mayor profundización financiera. En los últimos 20 años el ahorro transferible (M2) se ha incrementado del 15% al 33% del PIB y el control monetario ha pasado de depender exclusivamente del encaje bancario, a fundamentarse en mecanismos de mercado. En efecto, la tasa de encaje monetario, como proporción del total de depósitos, se redujo del 31% al 21% durante la década pasada al tiempo que las Operaciones de Mercado Abierto, (OMAS), pasaron de prácticamente cero hasta alcanzar hoy en día cerca del 60% de la base monetaria. Dentro del total, las llamadas OMAS voluntarias alcanzaron el 19% de la Base y cerca del 2% del PIB, cuando al iniciarse los años ochenta, su importancia era



del orden de sólo medio punto del PIB. Para lograr estos resultados, se han introducido cambios importantes en la organización interna del Banco de la República, con personal especializado que hace seguimientos permanentes de las variables del mercado monetario, con lo cual se ha logrado un conocimiento mucho más profundo de las fuerzas que determinan sus movimientos<sup>1</sup>.

7. En la década pasada se trabajó también en la racionalización de las inversiones forzosas y de las sustitutivas del encaje, con el propósito de ir disminuyendo la carga que representaban para el sistema. El rendimiento de dichas inversiones forzosas se ha aumentado, pues entre 1978 y 1989 pasó de 9.8% a 18.1%. Obviamente, las pérdidas por este concepto han disminuido, en especial desde 1983, año a partir del cual se estableció el DTF como indicador de la tasa de interés de captación de mercado y la política oficial pasó a reconocer, por las inversiones en cuestión, rendimientos cercanos a dicha tasa, con el fin de mejorar la rentabilidad del sistema, y de corregir uno de los problemas que más fuertemente ha afectado la evolución financiera en el pasado cercano. Asimismo, durante el presente año la Junta Monetaria ha desmontado varias de estas inversiones, algunas en forma total y otras mediante su marchitamiento gradual. La carga se ha reducido entonces tanto por menores requerimientos de inversiones forzosas, como por mejores remuneraciones a las que aún permanecen.

8. La presencia de las inversiones forzosas estuvo asociada con el criterio, ya superado, de que el crédito dirigido o de fomento debía ir acompañado de subsidios a los beneficiarios del mismo. En la medida que gradualmente tales subsidios se fueron reduciendo desde finales de la década de los años setenta, fué posible disminuir la carga que representaban tales inversiones. Pero los beneficios de esta política no se limitaron a mejorar la rentabilidad de la operación de los intermediarios, sino que han tenido por objeto, además, procurar una mejor asignación de los recursos crediticios y estimular a los intermediarios a realizar la transformación de plazos necesaria para financiar numerosos proyectos de inversión.

9. El proceso se comenzó con la elevación de las tasas de interés del crédito dirigido, para que estas fueran positivas en términos reales. Luego se pasó a la etapa de atar dichas tasas al indicador DTF, con el objeto de reducir la reticencia de los intermediarios a realizar

---

1. Banco de la República, *Revista*, Notas Editoriales, Agosto de 1990.

transformaciones de plazos. Hecho esto, se llevó a cabo un proceso gradual de acercar las tasas a las condiciones prevalecientes en el mercado. Finalmente, se entró a diferenciar el costo de los créditos de acuerdo al plazo de los mismos, y se estableció la posibilidad de capitalizar intereses a fin de eliminar la amortización real acelerada inducida por tasas nominales que reflejan un alto componente de inflación. Como reflejo de todo este proceso, actualmente los límites a las tasas autorizadas para los créditos redescontados en los fondos industriales y comerciales del Banco de la República se equiparan o son superiores a las tasas del crédito bancario de corto plazo. Asimismo, otras modalidades de crédito como el de PROEXPO llevan implícitos subsidios muy inferiores a los del pasado.

10. Con base en lo anterior, probablemente no nos equivocamos al afirmar que en el sector financiero se han adelantado ya muchas de las reformas requeridas para adecuarlo a los retos que enfrentará en el futuro próximo, en el marco del reordenamiento que se desea imprimir al conjunto de la economía colombiana. Aunque, como veremos adelante, aún resta avanzar en la dirección de agilizar el funcionamiento eficiente y competitivo de las entidades del sector, lo esencial y acerca de lo cual quiero hacer énfasis, está en reconocer que *las señales de precios juegan ya un papel preponderante en el área financiera colombiana*. En este sentido la actualización que ha experimentado la actividad financiera es evidente, sobre todo si se compara con la que presenta nuestro comercio de importaciones.

11. Como corresponde, la modernización de la actividad productiva se está induciendo con políticas dirigidas a sustituir los mecanismos de protección para-arancelarios por mecanismos de precio,—esto es protección a través del arancel y de la tasa de cambio real, en vez de restringir la demanda empleando las licencias de importación. Ello en razón de las ventajas que trae en la asignación de recursos el funcionamiento amplio del mercado, en vez de las restricciones cuantitativas que aislan al productor nacional de las señales precio del mercado internacional, e impiden que ellos detecten las actividades con verdaderas ventajas comparativas.

12. Ciertamente hay que reconocer que los logros recientes a este respecto, como lo han señalado los diferentes ponentes en este Simposio, son encomiables: mientras a diciembre de 1989 el número de posiciones en el régimen de libre importación era sólo de 38.9% del universo arancelario, a septiembre de este año se había incrementado a 76.4% y en la presente semana se aumentó a casi 100%. Vale la pena destacar que todos estos cambios se han logrado sin haber incu-

ruido en una prematura desprotección de la industria nacional, preocupación fundamental de la primera etapa del programa de modernización industrial.

13. Desde luego, la modernización del aparato productivo implica también, ir preparando a la economía para adelantar *paripasu* reformas en otros sectores, por ejemplo, en el agropecuario, y también en otras áreas como la laboral, la cambiaria y la financiera. Probablemente no hay mejor ocasión que este cierre del décimo segundo (XII) Simposio de Mercado de Capitales para explicar mis puntos de vista acerca de las tareas que nos aguardan a este respecto. Me referiré de manera particular a las reformas que aún hay que introducir al sistema financiero colombiano, orientadas a que éste sirva de estímulo y apoyo efectivo al programa de modernización en su conjunto y, sin duda, a evitar que por algún motivo llegue a constituir obstáculo a los avances que éste debe conseguir.

### III. EFICIENCIA, COMPETITIVIDAD Y ORDENAMIENTO FINANCIERO

14. Sabemos que la historia del desarrollo financiero del país nos señala áreas o temas donde antes que avances han ocurrido reveses. Estos se relacionan con la dificultad para volver el sistema financiero *más eficiente y más competitivo*. O sea para que alcance un mayor tamaño y se vuelva capaz de enfrentar las exigencias financieras que implica entrar a modernizar una economía en desarrollo que por mucho tiempo favoreció fundamentalmente al comercio interno. La actividad financiera requiere aún de avances importantes en este frente, para que el desarrollo del sector real cuente con suficiente disponibilidad de crédito y con el suministro de los servicios financieros requeridos.

15. *Eficiencia*. Entre los factores que requieren de más pronta corrección está el de la eficiencia. El sistema financiero colombiano muestra unos costos operativos relativamente elevados, especialmente si se comparan internacionalmente. Estos llegan a representar un 4.5% del total de activos del sistema<sup>2</sup>, mientras que en los países desarrollados son del orden del 2.5% y en otras economías con estructuras similares a la colombiana, fluctúan entre el 3 y el 5%. Estamos así en la cota superior del intervalo, lo cual destaca las amplias posibilidades que tienen las instituciones de crédito para mejorar su

---

2. Banco de la República, *Revista*, Notas Editoriales, Mayo 1990.

productividad reduciendo costos y, consecuentemente, la tasa de interés del crédito.

16. De otra parte, las menores inversiones forzosas (con mayores rendimientos) y las rebajas de los encajes monetarios de que ya hablamos, han hecho que el negocio financiero sea más lucrativo que en el pasado. De ello dan fe los resultados financieros de los últimos tres años, cuando se ha observado un ascenso continuo de la rentabilidad patrimonial, hasta el punto que las utilidades después de impuestos, con relación al capital, pasaron de 7.6% en 1987 a 19.1% en 1988 y 26.7% en 1989.

17. Se preguntarán entonces los usuarios del crédito por qué frente a estos hechos incuestionables, el costo del endeudamiento no baja a la par con el alivio que le viene otorgando la política monetaria a la estructura pasiva del sistema financiero. Respondiendo con la terminología que se puso en boga precisamente en los primeros Simposios del Mercado de Capitales, se podría decir que si bien el sector está hoy menos reprimido que en el pasado y hay una mayor profundización financiera, *la administración de la función intermediadora sigue siendo excesivamente costosa y hace falta un mayor grado de competencia.*

18. *Competitividad.* Es claro que los beneficios de todas las acciones tomadas por el Gobierno no llegan al usuario, en términos de menores tasas de interés, porque la organización institucional dista mucho de ser competitiva. Ello le permite a las entidades funcionar con base en esquemas de extracción de rentas oligopólicas. Debido a una alta concentración de activos, característica que se extiende también a las entidades del sector público, dichos beneficios no se han traducido en un abaratamiento real del crédito, o en una disminución significativa del llamado margen de intermediación, el que continúa en niveles exagerados del orden de diez puntos.

19. La generación de mayores índices de competencia entre instituciones tiene carácter urgente, porque de lo contrario, como lo he venido enfatizando de tiempo atrás, las ventajas de políticas como la de reducción de encajes e inversiones forzosas beneficiarán mayoritariamente a los intermediarios, quienes se apropian de los amplios márgenes en forma de utilidades y no traspasan una parte a quienes deberían recibirla: los usuarios del crédito.

20. De tiempo atrás se han tomado numerosas decisiones para estimular la competencia, pero éstas aún no presentan los resultados esperados. La autorización de la inversión extranjera (Ley 74/89) es una de las principales, junto con la decisión de reprivatizar la banca

oficializada. Sin embargo, la corrección más efectiva a este problema estaría en que la Superintendencia Bancaria aceptara una entrada y salida más ágil de instituciones de esta actividad; tal barrera debe levantarse aún antes de que sea acogido el proyecto que cursa en la Cámara.

#### IV. EL RETO QUE SIGNIFICA LA MODERNIZACION INDUSTRIAL

21. Para orientar correctamente las políticas futuras respecto del sector financiero, hay que tener muy presente el papel inmediato que este debe cumplir en apoyo de la inversión en el sector real. Por lo tanto, las acciones que se tomen deben ser, en un todo, coherentes con las necesidades de crédito que tienen los empresarios para llevar a cabo la reconversión de sus empresas. Las políticas destinadas a aumentar la capacidad institucional de movilización de ahorro con mayor eficiencia, deben prever la urgencia de las empresas por contar con un respaldo financiero oportuno y suficiente, necesidad que no debe soslayarse en las decisiones sobre la oportunidad de dichos cambios, a fin de evitar innecesarios traumatismos que perjudicarían en últimas sólo la actividad productiva.

22. Para atender los requerimientos financieros que se derivan de la reestructuración industrial y de la renovación tecnológica necesaria para competir en el mercado mundial, las autoridades están obrando con prontitud, a través de mecanismos como el fortalecimiento del crédito dirigido, la consecución de recursos externos y los estímulos al desarrollo del mercado de capitales.

23. El crédito dirigido, entendido como el conjunto de recursos de mediano y largo plazo que los bancos y corporaciones financieras redescuentan en el Banco de la República, con el fin de orientarlos a actividades como la industria, el comercio, la minería y las exportaciones, cuenta con recursos suficientes. Bajo su nueva concepción, el crédito dirigido existente hoy en día es bien distinto del que se ofrecía con anterioridad, según se desprende de las decisiones plasmadas en la Resolución 56/89 de la Junta Monetaria, cuyos alcances fueron ampliamente explicados en las Notas Editoriales del Banco de la República de Julio de 1989 y Mayo de 1990. El propósito del crédito dirigido es ahora el de llenar el vacío que existe en el mercado financiero en materia de recursos de mediano y largo plazo, facilitándole a los intermediarios el otorgamiento de este tipo de préstamos, gracias a la capacidad que el Banco de la República, Proexpo, el IFI y

próximamente Finagro, tienen para transformar plazos, convirtiendo recursos de corto término (9 meses a 1 año) en financiación de 3 a 8 años.

24. La política diseñada bajo esta orientación establece que las tasas de interés del crédito dirigido cubran los costos de los recursos y los márgenes de los intermediarios, eliminándose de esta manera el concepto de subsidio; de ahí que el FIP, el FFIC, el FCE y las Líneas Externas hayan venido cobrando dichas tasas desde tiempo atrás. Recientemente estas fueron revisadas en la misma dirección por la Resolución 44 de Septiembre de 1990 de la Junta Monetaria, norma que estableció la tasa de interés máxima del crédito en DTF +6 puntos pudiendo, sin embargo, negociar la el usuario y el acreedor por debajo de este nivel. Dicha norma fijó también la tasa de redescuento en un nivel igual al indicador DTF.

25. Al mismo tiempo con estos cambios, y como complemento indispensable de ellos, el Banco de la República modificó los procedimientos de aprobación del crédito para hacerlos muy ágiles; fue así como se generalizó el sistema de redescuento automático y el de los márgenes libres de aprobación. Los resultados de este manejo han sido exitosos; hasta el punto que hoy en día la solicitud de préstamo más antigua en el Banco tiene 15 días.

26. Esta financiación basada en recursos domésticos deberá complementarse con ahorros externos. A este respecto podemos mencionar que se dispone de la línea por US\$80 millones, provenientes del Banco Mundial, que habrá de impulsar a la pequeña y mediana industria, así como de US\$100 millones del EXIMBANK del Japón y US\$100 millones del BID, gran parte de los cuales pueden utilizarse en proyectos conexos con la modernización. Además, el sector privado contará muy pronto con cerca de US\$200 millones contratados con el Banco Mundial para adelantar parte de la reestructuración industrial; el Banco de la República viene estudiando la forma de trasladar estos fondos al beneficiario en dólares o en moneda nacional, de tal manera que los inversionistas que lo deseen no tengan que asumir el riesgo cambiario.

27. El crédito dirigido seguirá siendo un elemento importante de apoyo a las transformaciones que está generando la política de modernización y apertura. Con estos recursos el sector productivo encontrará el apoyo financiero que necesita, con agilidad y sin restricciones en cuanto al uso de estos fondos, por cuanto el Banco de la República estará atento a captar los montos necesarios de ahorro privado. Como tantas veces se ha dicho, reiteramos que bajo esta

política se da prioridad al acceso y disponibilidad del crédito y no al otorgamiento de subsidios que, como lo muestra la experiencia, limitan la disponibilidad de fondos para préstamos.

28. Por último, los recursos de crédito deberán *complementarse* con ahorros internos que surjan no sólo del afianzamiento del proceso de intermediación antes descrito, sino de manera especial, y porque la coyuntura así lo exige, de capital de riesgo del sector privado. No resulta factible pensar en un programa amplio de modernización como el que se desea llevar a cabo, financiado exclusivamente mediante recursos crediticios. Experiencias tan recientes como la crisis de 1982-85 resaltan los peligros de apalancamientos excesivos, tanto en el sector real como en el financiero. En consecuencia, es necesario dinamizar el mercado de capitales, cuyo desarrollo ha sido incipiente en los últimos años, no obstante los incentivos de diversa índole, particularmente los tributarios, que se han venido otorgando a la inversión en acciones. Seguramente la reducción de la inflación, y la eliminación de los desequilibrios fiscales coadyuvarán a estimular este proceso.

## V. APRECIACIONES SOBRE EL REORDENAMIENTO INSTITUCIONAL

29. El sistema financiero colombiano opera actualmente bajo un esquema de relativa especialización institucional, cuya estructura ha obedecido a requerimientos de tipo sectorial (crédito agropecuario, crédito de vivienda, crédito industrial, por ejemplo), que no han tenido en cuenta su conveniencia para la actividad financiera. Ello en razón a la escogencia que el Estado hacía en el pasado de los sectores que se debían promover, de la cual se derivaban consecuencias trascendentales para el sector financiero, como fué la creación de las CAVS y su unidad de cuenta la UPAC, cuando en 1972 el Plan de Desarrollo centró en la construcción de vivienda el liderazgo del crecimiento económico. Antes había ocurrido algo semejante con la agricultura, dando lugar a la creación de bancos especializados como la Caja Agraria, los Bancos Cafetero y Ganadero, COFIAGRO y el FFAP.

30. El esquema segmentado que terminó implantándose no se debió, pues, a un objetivo deliberado de las autoridades monetarias, sino a prioridades en cuanto a la asignación sectorial del ahorro. Resulta por ello comprensible, que actualmente se cuestione dicha estructura, y que se sugiera que las diferenciaciones artificiales deban

desaparecer, para que a través de señales de mercado y de competencia, los participantes en el mismo establezcan el tipo de actividad financiera que desean ejecutar. A fin de cuentas la política económica del momento no fija preferencias de orden sectorial, pues deja a los precios todo el papel en la asignación de recursos, y esta conducta tiene que reflejarse en el sector financiero.

31. Sin embargo, el hecho de que no haya prioridades en la distribución del crédito por sectores, no implica que un cierto grado de especialización por parte de las instituciones financieras vaya en contravía de la política general. Si bien promovemos una posición clara en favor de tener en cuenta las señales de mercado como elemento orientador de las decisiones crediticias, pensamos que ello no es incompatible con la existencia de instituciones dedicadas preferentemente a una determinada área. Probablemente ninguno de los dos extremos es el conveniente: ni los compartimientos estanco, ni todas las actividades financieras en un solo tipo de institución.

32. De igual manera, así como hemos resaltado la necesidad de fomentar la competencia para asegurar que los servicios financieros sean prestados en forma eficiente y a los precios más bajos posibles, pensamos que esas limitaciones no se deben a la especialización, poca o mucha, que impera en el sistema, la cual, de otra parte favorece la obtención de economías de escala. La especialización no riñe con la competencia, mientras exista libertad de entrada y salida de intermediarios en los distintos segmentos del mercado, y haya un número amplio de empresas como ocurre para casi todos los tipos de instituciones que existen actualmente.

33. Sabemos que las condiciones actuales del sector financiero distan de ser las ideales, así se haya registrado un desarrollo notable en años recientes. Existen todavía distorsiones que pueden entorpecer el abastecimiento de recursos financieros en ciertos sectores. Algunas de ellas surgen de los problemas de competencia a que ya hemos hecho referencia; otras a la falta de una cultura innovadora en el sector financiero. Mientras tales obstáculos persistan, estimamos indispensable que quienes orientan el manejo financiero creen los mecanismos institucionales que garanticen a los usuarios de crédito, la satisfacción de sus necesidades de préstamos dentro de canales conocidos. Con ello no se aboga por subsidios ni por intromisiones burocráticas innecesarias, sino por suplir imperfecciones del mercado que seguramente habrán de persistir por algún tiempo.

34. Las anteriores consideraciones nos llevan a afirmar que, por lo menos en el estado actual de nuestro desarrollo financiero, se requie-



re que las autoridades económicas precisen, así sea de manera general, el tipo de instituciones que consideran adecuadas y necesarias para cumplir la labor de movilización de recursos financieros y su correcta asignación. Porque la economía necesita un determinado tipo de intermediarios con características definidas, que formen un conjunto en el que, armónicamente, cada uno cumpla una función apropiada frente a las necesidades de los usuarios. Con ello no queremos significar que creamos que la actual estructura institucional es la mas deseable. Por el contrario, vemos que características del sector que en su momento tuvieron razón de ser, hoy en día carecen de relevancia, pero consideramos que la solución a la naturaleza de las instituciones corresponde decidirla al Estado y no es función que se pueda dejar solamente a consideraciones de mercado.

35. La corrección de fallas de este tipo corresponde a las políticas oficiales. Este criterio no riñe, de manera alguna, con permitir que el mercado mismo de las indicaciones sobre el tipo de entidades que van a prevalecer en la economía. Probablemente ello dará lugar a especializaciones voluntarias, en razón a las grandes diferencias que existen entre distintos negocios financieros, y seguramente habrá entidades interesadas en ampliar, a través de filiales, la cobertura de los servicios que ofrecen. Pero, mientras no se tenga la certeza que el mercado atenderá voluntariamente todas las actividades y modalidades que se requieren, será necesario continuar interviniendo con el fin de asegurar un cubrimiento adecuado de las demandas del sector real, posiblemente en formas no tan rígidas como en el pasado. Este punto es particularmente relevante en la coyuntura actual, cuando resulta indispensable asegurar que existan los mecanismos financieros que den el apoyo que demandan reconversiones y reestructuraciones derivadas de la apertura económica.

36. Recientemente el Gobierno Nacional, por intermedio del Ministro de Hacienda, presentó al Congreso un proyecto de Ley encaminado a introducir reformas en el sector financiero que le permitan a este adecuarse a los nuevos retos que traerá la apertura de la economía, y que estimulen la competencia entre las entidades que en él actúen. Dentro del ámbito de los puntos de vista que he expresado a lo largo de esta intervención, quisiera hacer un breve comentario.

37. Partiendo de que la finalidad de buscar un mayor grado de competencia y eficiencia en el sector financiero es desde todo punto de vista esencial, según lo hemos sostenido aquí y en diferentes foros y escritos, consideramos que ésta se verá favorecida con los mecanismos que el proyecto contempla. La siempre añorada libre

entrada y salida del negocio financiero, previo el cumplimiento de requisitos mínimos de capital e idoneidad, junto con el desarrollo de figuras tales como la conversión, la escisión, la adquisición y la fusión, serán benéficas para la economía; con ellas se apoyará el desarrollo de entidades crediticias más productivas y sólidas. Además la apertura hacia la inversión extranjera definitivamente coadyuvará, y de manera fundamental, a este objetivo.

38. Sin embargo, para conseguir el logro de estos propósitos, y teniendo en cuenta los conceptos expresados en materia de la determinación de la composición institucional del sector, el proyecto, en su estado actual, adolece de un vacío importante: no define la naturaleza y funciones de las instituciones financieras que se desearía tener en el país, luego de puesta en vigencia esta normatividad. ¿Se quiere que siga operando el mismo tipo de instituciones existentes que el proyecto enumera, y con las mismas funciones y características que las normas vigentes establecen? ¿La figura de las sociedades filiales puede conducir a que los bancos sean sociedades "holding"? ¿" Holding" solamente de servicios financieros, o también de otros intermediarios como ocurrió en un comienzo con las CAV? ¿O como resultado de las amplias facultades que la ley otorgaría, se va a configurar un nuevo conjunto de instituciones y, a la vez, entidades con diferentes características a las actuales? Estas inquietudes son aún más válidas cuando se reflexiona sobre el contenido de la exposición de motivos, cuya ambigüedad a este respecto es preocupante. Por eso celebramos la precisión que sobre este particular manifestó en su discurso el miércoles el Ministro de Hacienda, pues, como señalaba atrás, es fundamental que las autoridades ordenen este proceso. Es así como se va a solicitar que la ley defina los aspectos institucionales y señale cómo será el régimen de transición de un tipo de entidad a otro, para lo cual resulta básica la definición a que venimos aludiendo.

## VI. CONCLUSIONES

39. Con muy buen criterio los organizadores de este seminario han querido que se trate el tema de las implicaciones que tendrá la nueva política económica de modernización y apertura para el sector financiero. Sin duda alguna la transformación de la economía va a requerir de cuantiosos recursos de crédito y capital para que las empresas puedan reestructurarse y competir en el nuevo ambiente de inserción en el mercado internacional. Las instituciones financieras tienen, pues, frente a ellas un inmenso desafío, en un marco actuali-

zados de políticas que les debe permitir atender con éxito las nuevas exigencias.

40. Para responder a las inquietudes que se desprenden de estos hechos, hemos elaborado los siguientes puntos que quiero dejar a manera de conclusión:

10. El sector financiero viene reformándose rápidamente desde hace varios años, y gracias a ello ya ha introducido condiciones de precios en sus decisiones, que lo ubican en un estadio más avanzado a este respecto que el del comercio exterior, hasta ahora limitado por múltiples restricciones administrativas.

20. Si bien en el mercado financiero las tasas de interés son libres y el ahorro se asigna de acuerdo a consideraciones de mercado, aún persiste una preocupante falta de competencia que hace que los márgenes de intermediación sean muy elevados y el crédito excesivamente costoso. Se espera que con los incentivos recientemente creados, y una vez se privaticen algunos bancos, este fenómeno tenderá a mejorar.

30. Las limitaciones que aún presenta el sector financiero por falta de competencia, y el desarrollo incipiente del mercado de mediano y largo plazo, hacen recomendable que se continúen utilizando algunos mecanismos como el crédito dirigido, para poder canalizar recursos de largo plazo. Naturalmente nos referimos a un crédito sin subsidios y con tasa de interés flexible, como el que se ha venido ejecutando desde la Resolución 56 de 1989. El crédito dirigido tiene un papel importante que jugar en apoyo a la reestructuración del sector real.

40. Los recursos disponibles para atender las necesidades de crédito del sector real son abundantes. No solo se cuenta con los fondos que canalizan el FIP, el FFIC, PROEXPO y el IFI, sino también con las líneas externas que ahora serán incrementadas con el llamado crédito de reestructuración industrial que el Banco de la República obtendrá del Banco Mundial por US\$200 millones.

50. Conviene que además del crédito dirigido subsistan algunos intermediarios financieros especializados, ya que sectores como la agricultura, la vivienda y la pequeña industria correrían el peligro de quedar desprovistos de financiamiento en razón de que el mercado aún presenta distorsiones.

60. Por último, el éxito de las reformas que ha venido experimentando el sector financiero dependerá de una adecuada reestructuración institucional, que acierte en el tipo y composición de las entida-

des que deben integrar la actividad financiera. Para este efecto conviene desde todo punto de vista que el Proyecto de Ley que cursa en la Cámara defina la naturaleza (funciones activas y pasivas) de las entidades que integrarán el sector financiero en el futuro, y que, por lo tanto, tendrán a su cargo la responsabilidad de atender las necesidades que impone la política de apertura económica a las empresas de producción y de servicios.