

Carta Financiera es una
publicación de la Asociación Nacional
de Instituciones Financieras - ANIF

Resolución n° 002012 de 1975
Tarifa postal reducida 604 de Adpostal
ISSN n° 0120-3436

DIRECTOR
Sergio Clavijo

SUBDIRECTORA
Natalia Salazar Ferro

SECRETARIA GENERAL
Helena Hidalgo de Peláez

INVESTIGADORES ANIF
Paula García
Francisco Mejía
Catalina Prieto
Juan Guillermo Caicedo
Marisol Cuéllar
Camila Salamanca
Juliana Salazar

PRODUCCIÓN ELECTRÓNICA
Luz Stella Sánchez
Sandra Venegas Espinosa

DISEÑO CARÁTULA
Gustavo A. Bernal S.
gbernalsaldana@gmail.com

IMPRESIÓN
Legis

DIRECTORA DE PUBLICIDAD Y MERCADEO
María Inés Vanegas
Publimarch Ltda. Tel 312 45 03

EJECUTIVA DE CUENTA
Claudia Patricia Sánchez



SUSCRIPCIONES
Amanda González
Calle 70 A n° 7-86
Tels 543 30 55 / 310 15 00 / 312 44 70
Desde cualquier parte del país sin costo
01 800 011 99 07
Fax 235 59 47 / 312 45 50 Bogotá

CORREO ELECTRÓNICO anif@anif.com.co
INTERNET http://www.anif.org

Se prohíbe la publicación parcial o
total de los artículos de Carta Financiera
sin previa autorización

Editorial

- 2 | La agenda monetaria y cambiaria:
¿“cartilla” impresa en Buenos Aires?

actualidad económica

- 7 | Treinta años de ciclos crediticios y represión financiera:
el papel de los flujos externos de capitales
Leonardo Villar, David M. Salamanca y Andrés Murcia
- 16 | Límites al crecimiento en Colombia
Pedro Cerdán-Infantes, Tania Hernández y Nuno Santos
- 26 | Efectos de las fusiones sobre el mercado
financiero colombiano
Dairo Estrada
- 35 | El desempeño fiscal de Colombia bajo la tutela del FMI
Francisco Mejía
- 39 | La implementación de Basilea II en la práctica:
impacto y debate internacional
Jorge Arturo Saza
- 47 | La financiación de las Farc:
un resultado de su estrategia guerrillera
Juliana Salazar
- 62 | Crónica macroeconómica
- 64 | Siguiendo la coyuntura

entrevista

- 73 | Entrevista al ministro de Agricultura,
Andrés Felipe Arias

Siguiendo la coyuntura

CRECIMIENTO, INVERSIÓN Y PRODUCTIVIDAD: LAS CLAVES DE LA PROSPERIDAD

Informe Semanal Anif N°775 (marzo 28 de 2005)

El jueves 31 de marzo se espera que el Dane publique, finalmente, las estadísticas sobre crecimiento del PIB durante el cuarto trimestre de 2004. No sería sorprendente que la cifra final de crecimiento para todo el año arrojara un guarismo cercano o ligeramente superior al 4% real, tal como ya lo anticipó el ministro de Hacienda con aparente conocimiento de causa. Ésta sería una buena noticia para el país, pues implicaría que al menos parte de la desaceleración observada al cierre de septiembre de 2004 (relacionada con la menor contabilización de obras civiles) estaría siendo compensada por el buen desempeño industrial, entre otros factores.

No obstante, más allá del dato puntual de 2004, lo que resulta vital es que tengamos una perspectiva más clara sobre los requisitos macroeconómicos para acelerar y mantener el crecimiento (digamos) al 5% real anual durante el próximo quinquenio (2006-2010). Esto implicaría crecimientos del PIB per cápita del orden

de 3% real por año. Nótese que se trata de una cifra claramente ambiciosa, si se le coteja con los hechos históricos: en las décadas anteriores a la crisis (1965-1996), el crecimiento promedio del PIB per cápita fue de 2.4% real por año. Al considerar las difíciles condiciones actuales de rezagos en infraestructura y los consabidos problemas de orden público, se hace evidente que esta meta de 3% de crecimiento real per cápita luce “cuesta arriba”.

Cabe recordar que en los años 1997 a 2004 el PIB per cápita había decrecido a un ritmo promedio de -0.2% anual, lo cual contrasta con el crecimiento histórico promedio del último medio siglo, que había estado cerca de 1.9% real por año. Bajo estas circunstancias, no debe sorprendernos que las condiciones de pobreza e indigencia se hayan agravado en los últimos años. El bajo crecimiento genera “pobreza en cascadas”. Por ello, resulta valioso fijar la atención en los determinantes del crecimiento de la

Cuadro 1
Condiciones de inversión
para *iniciar* crecimientos del PIB
de 4% real por año

Crecimiento de la Formación Bruta de Capital Fijo es (1) > 4% real?		
Periodos*	(1)	
1975-1980	7.2	Sí
1981-1987	1.4	No
1988-1991	-3.0	No
1992-1995	13.4	Sí
1996-2000	-12.4	No
2001-2005	11.7	Sí

* Computado sobre promedios móviles de tres años. Fuente: cálculos Anif.

economía colombiana en el mediano plazo (antes de que nos distraigan las vicisitudes del crecimiento del último trimestre de 2004).

La literatura económica es prolífica en señalar que el factor fundamental en la determinación del crecimiento de mediano plazo es la inver-

sión en capital fijo, especialmente la generada por el sector privado. Colombia se encuentra entonces en una encrucijada. De una parte, la relación inversión bruta/PIB ha caído por debajo de su promedio histórico, que es cercano a 17%. Además, este nivel ha sido estructuralmente insuficiente para sostener tasas de crecimiento superiores a 5% real. De otra parte, la calidad de la inversión no siempre ha sido la más adecuada; durante los años ochenta se prefirieron las grandes hidroeléctricas frente a la estrategia de interconexión vial o portuaria, ocasionando un detrimento en la productividad multifactorial.

A través del cálculo de la llamada “relación incremental capital/producto” (conocida como ICOR, por sus siglas en inglés¹) es posible analizar el potencial de crecimiento que tiene hoy la economía colombiana. El ICOR es un indicador que pretende medir el impacto de la inversión en capital fijo sobre el crecimiento de mediano plazo. Un ICOR con valores bajos (cerca de 3 en el caso colombiano) refleja un alto apalancamiento de esa inversión y, por lo tanto, posibilidades de mayor crecimiento sostenido hacia el futuro. En cambio, un ICOR con valores elevados (cerca-

nos a 5, como los del período reciente) indica que la economía tiene mucho capital fijo ocioso (bien porque éste ha quedado relegado tecnológicamente o porque las inversiones recientes aún no han madurado para generar esa mayor producción).

Los modelos de brechas internas señalan que la primera condición de aceleramiento es que la tasa de crecimiento de la inversión en capital fijo sea superior a la tasa de crecimiento económico que se desea. En el cuadro 1 se observa que, en el período de la crisis (1996-2000), esta condición no se satisfacía, ya que la inversión en capital fijo se contrajo a un ritmo de -12.4% anual, tasa claramente inferior al 4% o 5% real al cual se aspiraba que creciera la economía. Afortunadamente esta condición ha dado un giro positivo, pues hemos proyectado que durante el período 2001-2005 la formación bruta de capital fijo podría crecer a un ritmo de 11.7% real anual. Así, *en el margen*, la economía estaría en capacidad de crecer a tasas de 4% o inclusive 5% real por año.

No obstante, esta condición inicial sólo podrá *sostenerse* si la propensión media a invertir (inversión/PIB) resulta por lo menos suficiente

para compensar los cambios que este mayor apalancamiento genera sobre el ICOR. Nótese cómo dicho ICOR aumentó durante buena parte de los años ochenta, sin que las mega-inversiones públicas en infraestructura logran acelerar el crecimiento. De igual forma, el ICOR también se incrementó durante la crisis (1996-2000), debido al colapso de la producción real (ver cuadro 2). Por el contrario, el ICOR disminuyó hacia finales de la década del ochenta y en los primeros años de la década del noventa. En este caso, el mayor dinamismo de la economía, apoyado en los primeros resultados de la apertura comercial, permitieron encarrilar las importaciones de bienes de capital hacia actividades más productivas. Finalmente, en el período más reciente (2002-2004) se ha registrado un repunte de la inversión productiva. Esto gracias al ATPDEA, a los mejores términos de intercambio, al impulso a la inversión extranjera directa, todo lo cual se ha visto propulsado por el positivo efecto de la llamada “seguridad democrática”. No obstante, el ICOR del período 2001-2005 se ha mantenido en niveles altos de 4.7, por encima del aceptable 4.0 que se tuvo en el período 1988-1995 y muy por encima del encomiable 3.0 que se tuvo en los momentos de rápido crecimiento hacia principios de los años setenta.

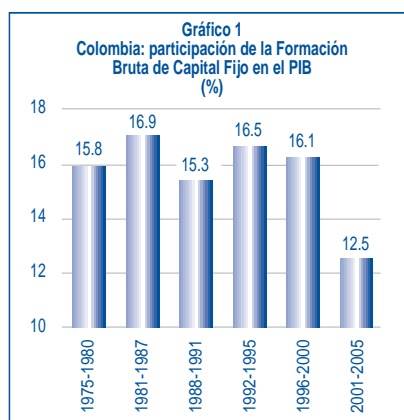
Esto implica que, bajo las condiciones actuales, Colombia a duras penas está en capacidad de sostener crecimientos del orden de 4% real por año (o sea, 2% real per cápita). Esto se debe a que si bien la condición marginal de crecimiento de la inversión es satisfactoria, la condición de *nivel* todavía exige elevar la relación inversión/PIB a un prome-

Cuadro 2
Condiciones de inversión para *sostener* crecimientos de 4% real por año

Período*	Propensión media a invertir (1)	ICOR (2)	Inversión requerida = (2) X 4% real (3)	Condición de sostenibilidad Es (1) ≥ (3)?
1975-1980	15.8	3.7	15.0	Sí
1981-1987	16.9	7.9	31.7	No
1988-1991	15.3	4.0	16.1	No
1992-1995	16.5	4.0	15.9	Sí
1996-2000	16.1	9.1	36.4	No
2001-2005	12.5	4.7	18.6	No

* Computado sobre promedios móviles de tres años. Fuente: cálculos Anif.

¹ Incremental Capital Output Ratio.



Fuente: cálculos Anif.

dio quinquenal de al menos 18.6%, claramente superior al promedio de 12.5% observado en el período 2001-2005 (ver cuadro 2 y gráfico 1). Nótese que en América Latina esta tasa de inversión apenas la satisface Chile (ver cuadro 3). Ejercicios alternativos nos llevaron a concluir que para *sostener* tasas de crecimiento de 5% real por año, dado el ICOR vigente, Colombia necesitaría elevar la razón inversión/PIB a tasas de 23.3%. Estos niveles sólo se ven hoy en el sureste asiático y Colombia rara vez ha superado el 18% en dicha razón.

En síntesis, la desaceleración de la inversión en las últimas dos décadas se ha convertido en un serio obstáculo para que la economía alcance mayores tasas de crecimiento económico. La pérdida de competitividad ha rezagado al país frente a otras naciones que hoy crecen a tasas elevadas. No por casualidad, los tigres asiáticos, que hicieron grandes esfuerzos en inversión y se integraron a la economía mundial, incrementaron su ingreso a un ritmo promedio de 5.9% real per cápita entre 1965 y 2004 (ver cuadro 4). Esto les ha permitido duplicar su ingreso per cápita cada 12 años, mientras que en Colombia nos ha tomado casi 40 años.

De cara al TLC, la agenda interna del país deberá centrarse en impulsar la productividad multifactorial. Sin embargo, la lección de los años ochenta indica que solamente la inversión eficiente deja un efecto duradero sobre el crecimiento de la economía, reduciéndose el ICOR. La focalización de la inversión en transporte e infraestructura relacionada con el comercio internacional deberá convertirse en la prioridad. Dadas las restricciones presupuestales, es entonces

Cuadro 4
Tasas de crecimiento del PIB per cápita (promedio % anual) (1965-2004)

Corea del Sur	7.0
Taiwan	5.6
Singapur	5.5
Hong Kong	5.3
Chile	2.6
Colombia	1.9

Fuente: Banco Mundial, FMI.

Cuadro 3
Participación de la Formación Bruta de Capital Fijo en el PIB

	Promedio 1980-1989 (%)	Promedio 1990-1999 (%)
Corea del Sur	29.7	35.6
Singapur	40.2	35.1
Hong Kong	26.3	29.0
Chile	17.1	24.2
Colombia	16.6	16.1

Fuente: Banco de la República, FMI.

ces evidente la necesidad de abrirle más espacios a la inversión privada, con reglas de juego claras y estables hacia el mediano plazo.

FUSIONES Y CONSOLIDACIONES BANCARIAS: ¿HACIA LA MULTIBANCA?

Informe Semanal Anif N° 774 (marzo 22 de 2005)

Teorías sobre desarrollo financiero. El papel del sector financiero en el desarrollo económico sigue sin ser del todo claro. Las teorías sobre el “empuje” que le da el sistema financiero al sector real han concluido que este sector no puede ejercer mayor fuerza cuando simplemente se trata de estar “empujando un hilo desde atrás”. Es decir, que si el sector financiero se anticipa a los desarrollos y necesidades de financiamiento del sector productivo, el sistema crediti-

cio terminará desperdiciando su productividad, contribuyendo poco al desarrollo.

Las teorías sobre cómo el sistema financiero puede llegar a “halar” a la economía tampoco tienen mayor sustento empírico. Rara vez se encuentra que la profundización financiera constituye una condición suficiente para impulsar el crecimiento.

La síntesis del debate indica que la clave de la relación sistema financiero-desarrollo económico está en

un apropiado *acompañamiento* del sector financiero al sector productivo. Este acompañamiento se hace a través de innovaciones financieras que aceitan el mecanismo de pagos y permiten la transformación de plazos, cada vez con menores riesgos crediticios y de contraparte.

Como veremos, actualmente se está presentando un sano acompañamiento de la recuperación del sector productivo. No obstante, aún subsisten talanqueras que empiezan a ser

desbordadas por procesos de fusiones que buscan incrementar las economías de escala (generando menores costos medios) y economías de alcance (ofreciendo nuevos productos). El marco regulatorio, en consecuencia, está en mora de validar estos dinámicos procesos que permiten acompañar de mejor manera al sector productivo.

La historia colombiana. Originalmente, el sistema financiero se instauró como un sistema de multibanca, inclusive desde la creación del Banco Central (1923). Con el paso del tiempo, el sistema se fue fragmentando por falta de dinámica de los mercados y por la imposición de intereses grupales. Para los años setenta, el sistema financiero ya operaba bajo un esquema híbrido. Por el lado pasivo, las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV) disfrutaban de un monopolio de captación a través del sistema de cuentas de ahorro indexadas a la inflación (UPAC) y, por el lado activo, se especializaban en el otorgamiento de créditos hipotecarios. A su vez, las Corporaciones Financieras (CF) enfocaban sus operaciones hacia el crédito empresarial de mediano plazo, apoyándose en los Fondos Financieros del Banco de la República. Por último, las Compañías de Financiamiento Comercial (CFC) se crearon en los años ochenta para atender el segmento del crédito de consumo. Así, los bancos comerciales trataban de diferenciar sus productos en el lado activo, aunque con serias restricciones en el frente hipotecario, manteniendo únicamente el monopolio de las cuentas corrientes.

Durante los años noventa se adelantaron profundas reformas al sector con el objetivo de superar tal maraña regulatoria y darle mayor universalidad al balance financiero, tanto en su componente de captaciones como de préstamos. Igualmente, se

buscó marchitar numerosas inversiones obligatorias y superar los elevados encajes para dejar atrás la llamada “represión financiera” que se reflejaba en altos sobre costos financieros para el sector productivo y una elevada inflación. Las reformas dieron lugar a un esquema menos especializado, en el cual los grupos financieros, centrados en un banco matriz, prestaban la mayoría de los servicios a través de sus filiales.

Sin embargo, a pesar de los avances hacia la multibanca, se reforzaron otros esquemas de especialización, sobre todo durante los años 1993 a 1997. Por ejemplo, mientras que a las CAV se les permitió otorgar préstamos de consumo y realizar algunas operaciones en dólares, a la fiducia se le obligó a establecer entidades dedicadas a ello. Igualmente, las operaciones de *leasing* generaron una segmentación al interior de las CFC. Todo esto ha impedido que este tipo de servicios financieros se puedan prestar “bajo el mismo techo bancario”, incurriendo desde entonces en sobre costos innecesarios.

Esta atomización de los servicios financieros coincidió con la época de

auge crediticio (1993-1997), lo que indujo la creación de un gran número de entidades, especialmente en la franja de créditos de consumo. Sin embargo, esa fue una expansión costosa para el sistema, lo cual se hizo evidente con la crisis financiera (1998-2001). En el grupo de las CFC se observó una reducción de 56 entidades. En el caso de las CF la reducción también fue pronunciada, al pasar de 24 entidades en 1995 a 4 en 2004 (ver cuadro 1).

La crisis del sector hipotecario también implicó la fusión de las CAV y su posterior conversión a bancos hipotecarios (BECH), según la Ley 546 de 1999. Esto les ha permitido penetrar el negocio de las cuentas corrientes y expandir sus créditos de consumo.

Los nuevos hechos. Tal vez no se ha dimensionado bien el importante proceso de ajuste al que se ha visto sometido el sector financiero. Entre 1995 y 2004 han desaparecido más de 100 entidades, generando una mayor concentración de activos. Los activos de los bancos y BECH pasaron de representar 76% del total del sistema en 1995 a repre-

Cuadro 1
Número de entidades financieras*

	1995	1999	2004
Bancos	32	26	21
CAV-BECH	10	5	7
CF	24	10	4
CFC	74	40	25
Generales	31	21	15
Leasing	43	19	10
Otras entidades	61	45	36
AFP	14	8	6
Fiduciarias	47	37	30
Total	201	126	93

* Excluye aseguradoras y corredores, alm. depósito, cooperativas financieras, sociedades de capitalización, org. coop. de orden superior, bancos de segundo piso, Banco de la República y casas de cambio. Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos Anif.

Cuadro 2
Sistema financiero: activos/PIB*

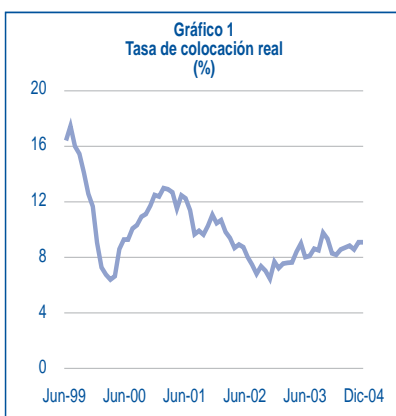
	1995	1999	2004
Bancos	28.5	35.8	27.2
CAV-BECH	13.3	10.3	12.4
CF	6.9	6.3	3.4
CFC	5.9	2.6	3.0
Generales	3.3	1.4	1.1
Leasing	2.7	1.2	1.9
Otras entidades	0.3	0.5	0.6
AFP	0.1	0.2	0.3
Fiduciarias	0.2	0.3	0.3
Total	54.9	55.5	46.7

* Excluye aseguradoras y corredores, alm. depósito, cooperativas financieras, sociedades de capitalización, org. coop. de orden superior, bancos de segundo piso, Banco de la República y casas de cambio. Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos Anif.

sentar 85% en 2004. Sin embargo, como resultado de la crisis, dichos activos han perdido importancia en el apalancamiento macroeconómico, pasando de representar 42% del PIB en 1995 a 40% en 2004 (cuadro 2).

Contrario a lo que piensan algunos, este proceso ha generado una mayor competencia, con claros beneficios para los consumidores en materia de cubrimiento crediticio, especialmente para las Mipymes, y menores tasas activas, tanto nominales como reales. En efecto, la tasa promedio ponderada de todos los créditos se ha reducido de niveles de 15% real al finalizar los años noventa a cerca de 9% real en la actualidad (gráfico 1).

Este proceso probablemente se va a acentuar en los próximos años, dado el anuncio de nuevas fusiones (cuadro 3). Éstas buscan alcanzar un mayor tamaño para multiplicar los servicios ofrecidos a un menor costo medio, lo cual tendrá beneficios hacia el futuro con relación al TLC. Sin embargo, la sinergia de este proceso bien podría verse frenada si no se adecúa el marco regulatorio para superar las talanqueras existentes por

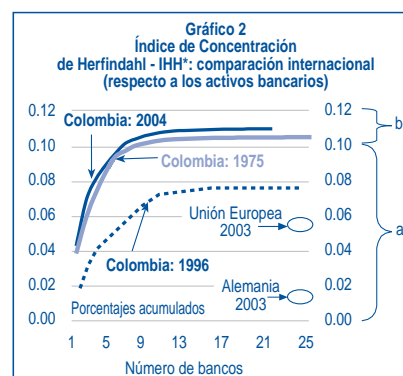


Fuente: Banco de la República, Dane y cálculos de Anif.

cuenta del ineficiente sistema de filiales.

Los temores que suscita la multibanca han sido siempre los mismos: a) posibles conflictos de interés, debido a operaciones grupales relacionadas, y b) mayor concentración de activos, con potenciales efectos en control del mercado.

La primera objeción es pertinente y el marco regulatorio reciente se ha movido en la dirección de profundizar los reportes y controles de los grupos económicos. En cambio, la



a=concentración baja, b=concentración moderada. Valores superiores a 0.18 implican concentración alta. Fuente: Asobancaria (1975 y 1996), Superintendencia Bancaria (2004), European Central Bank y cálculos Anif.

segunda objeción es más ideológica. No existe ningún patrón histórico comprobado que ligue unívocamente la multibanca y la mayor concentración de activos y, mucho menos, esa mayor concentración con generar “un poder de mercado”. En efecto, se observa en muchos sectores económicos que estas concentraciones han ido acompañadas de mayor competencia (oligopolios competitivos) con claros beneficios para los consumidores. Por ejemplo, Alemania exhibe la multibanca más tradicional, pero registra el índice de concentración más bajo de la Unión Europea (gráfico 2). Japón, un sistema especializado, también presenta un nivel bajo. Esto indica que el esquema adoptado no predetermina el grado de concentración. En Colombia ocurrió una desconcentración de activos bancarios a mediados de los años noventa, cuando el índice Herfindahl descendió de 0.103 en 1975 a 0.075 en 1996, por cuenta de dicha atomización de servicios financieros que a la postre resultó insostenible. Entre 1996 y 2004 se ha presentado una reversión de este proceso y se observa que dicho índice ha vuelto a niveles de 0.108, ubicando al sistema colombiano en una franja de moderada concentración de activos. Dicho de otra manera, las fusiones y explotación de

Cuadro 3
Fusiones anunciadas
Entidades financieras
Nueva composición de cartera fusionada (%)

	Comercial	Vivienda	Consumo	Microcrédito
Bancolombia Conavi Corfinsura	73	13	13	1
Banco de Occidente Banco Aliadas	75	0	25	0
Banco Caja Social Banco Colmena	22	35	38	5
Banco Sudameris Banco Tequendama	73	0	26	1
Banco Davivienda Banco Superior	26	36	38	0
Cifras a noviembre de 2004. Fuente: Asobancaria.				

las economías de escala han permitido disminuir el costo medio bancario, sin generar una exagerada concentración de activos.

Para poder acompañar la recuperación del sector productivo, el sistema financiero colombiano ha generado este interesante proceso de fusiones y reacomodamiento que, lejos de generar colusiones, ha dinamizado la competencia dentro del sector bancario. Hoy se evidencia un sistema más transparente, en donde el consumidor tiene más escogencia y menores costos reales. Sin embargo, es imperativo repensar la organización de esta industria para evitar que las talanqueras regulatorias impidan prepararnos adecuadamente para un mundo cada vez más globalizado en todo tipo de servicios.

CARTA DE NAVEGACIÓN

MACROECONÓMICA:

LOS DÉFICIT GEMELOS

Informe Semanal Anif N° 773 (marzo 14 de 2005)

La teoría de los déficit gemelos que se desarrolló en Estados Unidos durante los años ochenta sugiere que el déficit fiscal y el déficit en la cuenta corriente se mueven al unísono. La idea detrás de esta hipótesis es que un déficit público creciente, resultante de una política fiscal expansionista, debe financiarse con un mayor ahorro privado doméstico o con un mayor déficit en la cuenta corriente. En este último caso, el endeudamiento del país obviamente se incrementa. Usualmente, el aumento en las tasas de interés locales que se produce para financiar dicho déficit externo también trae consigo una apreciación del tipo de cambio. Esta apreciación, a su vez, induce mayores importaciones y menores exportaciones, agravando el balance externo. Finalmente, se tiende a generar un “frenazo súbito” de los influjos de capital, se desacelera el crecimiento local y se reversa el ciclo, lo cual produce una depreciación real de la tasa de cambio, que ayuda a equilibrar el sector externo.

En esta nota haremos un análisis de la trayectoria que han seguido el déficit fiscal y la cuenta externa en los últimos 15 años. Este ejercicio nos permitirá trazar la carta de navegación macroeconómica que estará enfrentando Colombia en los años venideros.

¿De dónde venimos? En el gráfico 1 hemos calculado los déficit gemelos por períodos seleccionados. Así, cada coordenada corresponde al promedio del balance fiscal

consolidado (eje horizontal) y de la cuenta corriente de la balanza de pagos (eje vertical). El cuadrante nororiental ilustra situaciones en las cuales la economía presenta superávit tanto en el frente fiscal como en el externo, mientras que el cuadrante suroccidental denota situaciones deficitarias en ambos frentes.

El trayecto recorrido por los déficit gemelos entre 1990 y 1999 sugiere que la economía se trasladó de una situación de relativo equilibrio en el frente fiscal y externo a una de agudo deterioro en ambos frentes. El período 1995-1997 culmina con un claro escenario de déficit gemelos elevados, en donde el déficit consolidado promedió 2.8% del PIB y el déficit externo 5.0% del PIB. ¿Cómo llegamos allí?

La tasa de cambio real inició la década de los años noventa en niveles relativamente depreciados (gráfico 2). Gracias al ahorro parcial de la bonanza cafetera de los años ochenta, la economía mostraba entonces un buen balance macroeconómico. Sin embargo, los inlfujos de capital privado del período 1991-1994 produjeron una apreciación real. Ésta se vio reforzada no sólo por el creciente gasto público del período 1995-1997, sino también por una política monetaria y financiera laxa que terminó por validar “la inflación de activos” financieros, bursátiles e hipotecarios. Se com-

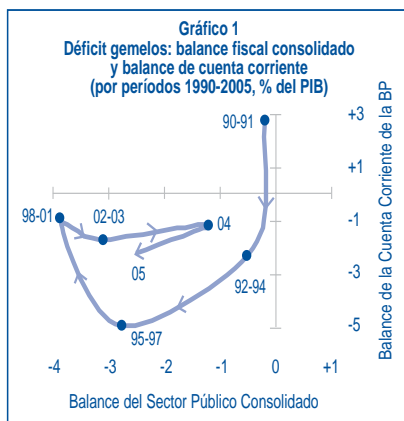
binaron entonces los desequilibrios del sector privado, inducidos por excesos de demanda externa y local, con excesos de gasto público, resultantes del proceso de descentralización fiscal y de intentos por rescatar

El estallido de la crisis asiática en 1997 tomó al país desvalido en ambos frentes. Los coletazos de dicha crisis sobre Rusia y América Latina produjeron “frenazos súbitos” en el financiamiento internacional para la región durante los años 1998 y 1999.

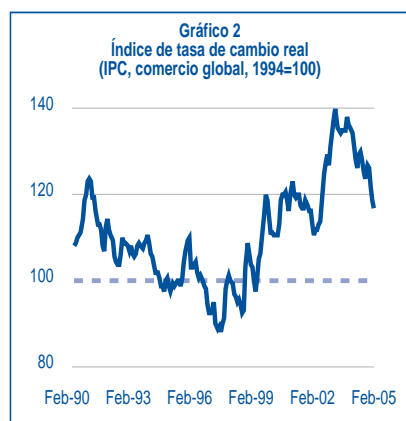
“el orden y la justicia” pública. El déficit fiscal consolidado alcanzó 4.5% del PIB en 1997 y la deuda pública 30% en ese mismo año (gráfico 3). El exceso de gasto sobre

ahorro, para la economía como un todo, se tradujo en un déficit externo que también alcanzó niveles de 5.4% del PIB en 1997. El saldo de la deuda externa llegó a 32.3% del PIB en ese mismo año.

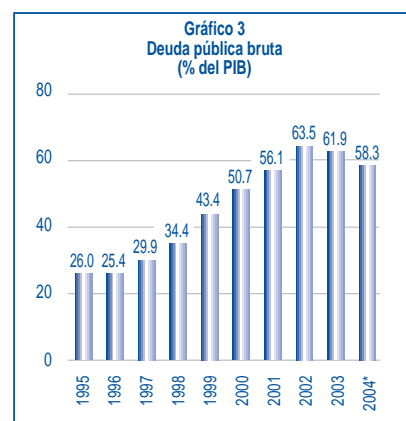
El estallido de la crisis asiática en 1997 tomó al país desvalido en ambos frentes. Los coletazos de dicha crisis sobre Rusia y América Latina produjeron “frenazos súbitos” en el financiamiento internacional para la región durante los años 1998 y 1999. Colombia enfrentó, adicionalmente, el terremoto del Eje Cafetero, amenazas de orden público y, finalmente, la pérdida de su calificación de “grado de inversión”. El primer resultado de la crisis fue una contracción del producto de -4.2% en 1999 (gráfico 4); el segundo resultado fue una drástica reducción del déficit externo, resultante de la caída en la demanda por importaciones y la falta de financiamiento externo para mantener la actividad económica; el tercer resultado fue un desplome de los recaudos tributarios y el agravamiento del déficit fiscal durante el período 1998-2001. El programa con el FMI, aunque útil para restablecer la credibilidad en el ordenamiento fiscal y evitar riesgos sistémicos, resultó insuficiente para frenar la escalada en el endeudamiento público, que alcanzó 63.5% del PIB al cierre de 2002.



Fuente: Confis, Banco de la República y cálculos Anif.



Fuente: Banco de la República.



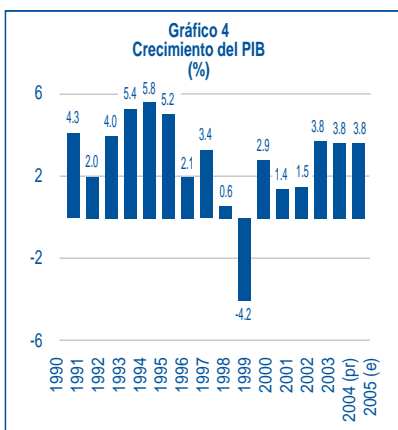
*A septiembre de 2004. Fuente: Banco de la República.

¿En dónde estamos? El período de manejo de la crisis (1998-2001) finalmente dio sus frutos al restablecer el crecimiento económico, recuperar los recaudos y reducir el déficit consolidado de niveles de 4% del PIB a tan sólo 1.2% del PIB entre 2002 y 2004, tal como lo acaba de divulgar la administración Uribe. Éste es el resultado de una favorable combinación de factores. Por el lado del recaudo no sólo se completan dos años de buen crecimiento económico, sino que también ha habido progresos en la gestión tributaria. Adicionalmente, los mejores precios de los *commodities* se han traducido en “maná del cielo” y han aportado ingresos públicos adicionales por cerca de 1% del PIB (incluyendo a Ecopetrol y la mayor tributación del sector privado minero). La apreciación cambiaria, inducida por las mayores exportaciones y la abultada cuenta de capitales externa, también representó ahorros en el pago de intereses de la deuda externa cercanos a 0.4% del PIB. La menor ejecución presupuestal de los gobiernos territoriales y la mejor gestión de las empresas descentralizadas aportaron un ajuste adicional por cerca de 0.6% del PIB. Este favorable conjunto de eventos explica que el gobierno hubiera sobrecumplido la meta fiscal de 2.5% del PIB pactada con el FMI para 2004. También explica que la deuda pública bruta se redujera a niveles cercanos a 58% del PIB (donde la apreciación cambiaria jugó un papel importante).

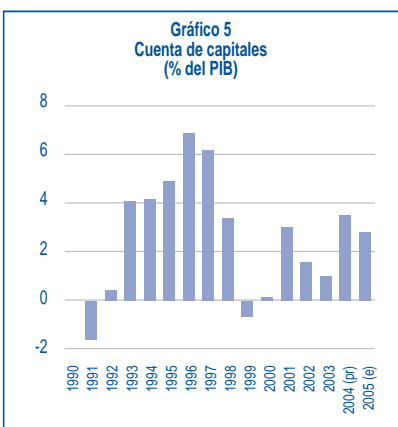
Nuestras proyecciones indican que el déficit externo bien pudo cerrar en niveles de 1.2% del PIB en 2004, completándose un efecto virtuoso tanto sobre las cuentas fiscales como sobre las externas. El movimiento unísono de los “déficit gemelos” vuelve entonces a ganar relevancia.

¿Hacia dónde vamos? El propio gobierno advirtió que este com-

portamiento fiscal parecía obedecer más a la positiva coyuntura internacional (en precios) y local (en menor gasto territorial) que a correctivos estructurales. Es sabido, por ejemplo, que el gasto pensional continuará ascendiendo, al pasar de 3.6% del PIB en 2004 a 5.1% en 2005, obli-



Fuente: Dane y proyecciones Anif.



Fuente: Banco de la República y proyecciones Anif.

gando al gobierno a mantener los recortes en otras áreas y a profundizar su gestión tributaria. Según las estimaciones oficiales, el déficit consolidado bien podría alcanzar nuevamente 2.5% del PIB al cierre de 2005.

Las cuentas externas también podrían deteriorarse nuevamente, alcanzando niveles de 2% del PIB en 2005,

aun suponiendo precios favorables de los *commodities* y que el Fed mantiene una política monetaria relativamente laxa, llevando su tasa de referencia a niveles ligeramente inferiores a 4%. Nótese en el gráfico 1 cómo ocurriría entonces un giro en el sentido suroccidental, describiendo un ligero deterioro en los déficit gemelos durante 2005. Tal como están allí, este giro no sería motivo de una seria preocupación en materia de estabilidad macroeconómica para el corto plazo.

Sin embargo, sí nos preocupan las perspectivas de mediano plazo para los años 2006 a 2008, cuando es bastante probable que ocurra una reversa de las condiciones favorables. Si la meta es mantener al menos tasas de crecimiento económico de 4% real por año, es evidente la necesidad de consolidar el TLC para expandir los mercados externos y ampliar los beneficios ATPA-DEA. Sólo la ejecución de la “agenda interna” asegurará que este proceso ocurra sin agravar el déficit externo. En el frente fiscal los desafíos son aún más grandes. De un lado, es bien sabido que el desmonte arancelario y la necesidad de sustituir gravámenes distorsionantes (de la inversión y los créditos) claman por una reforma tributaria comprensiva. De otra parte, la exigente dinámica de las transferencias territoriales requiere negociar nuevos acuerdos y las transferencias pensionales representan pagos de caja crecientes hasta 2010 (aun culminando exitosamente la reforma constitucional). Si el país quiere evitar que el curso de nuestra navegación macroeconómica vuelva a las borrascas de finales de la década pasada, resulta imperativo diseñar e impulsar desde ya, en aguas tranquilas, planes para movernos en la dirección noroccidental, en donde existe buen viento y buena mar! **ANIF**

CRÓNICA MACROECONÓMICA

Enero 4. La revaluación en Colombia fue de 13.98% en 2004. El dólar comenzó en \$2.778.21 y terminó en \$2.389.75, por lo que se presentó una caída de \$388.46.

Enero 4. La inflación en 2004 fue la más baja desde 1955. El Índice de Precios al Consumidor (IPC) se incrementó en 5.5%, por lo que el Banco de la República cumplió en el año 2004 con la meta de inflación que se había fijado: un rango entre 5% y 6% y una meta puntual de 5.5%.

Enero 6. La inflación para los productores fue negativa en diciembre. El Índice de Precios al Productor (IPP) presentó una caída de 0.45% en diciembre de 2004. El incremento de este índice durante todo el año fue de 4.6%. Los precios de los bienes importados cayeron 2.5% y los precios de los artículos producidos y consumidos en el país aumentaron 7.1%.

Enero 6. América Latina fue el primer destino de las inversiones de China en 2004. De los US\$1.800 millones de inversiones que realizó China en el exterior, América Latina absorbió US\$889 millones entre enero y noviembre de 2004. China está interesada principalmente en el sector de minas e hidrocarburos.

Enero 7. China y la ASEAN crearon la mayor zona comercial del mundo. La zona comer-

cial entre China y la Asociación de Naciones del Sureste Asiático (ASEAN) contará con una reducción de tarifas arancelarias desde 2005 hasta su total eliminación en 2010. Este mercado alcanza 1.700 millones de consumidores, un PIB de US\$2 billones y un comercio exterior de US\$1.3 billones.

Enero 14. Colombia regresó al mercado internacional con bonos en pesos. Se reabrieron los TES globales denominados en pesos y pagaderos en dólares con vencimiento en el año 2010 por US\$124.9 millones. Los recursos se destinarán a pagar las amortizaciones de deuda programada para 2005.

Enero 17. Resultados económicos favorables de Ecuador a mitad del gobierno de Lucio Gutiérrez. A pesar de las grandes críticas y del poco apoyo que ha recibido, los resultados económicos muestran algunos logros de su gestión: inflación de 2%, crecimiento del PIB de 6% y cumplimiento de la recaudación fiscal prevista para 2004.

Enero 18. La demanda de energía creció 2.45% en 2004. Este nivel es ligeramente inferior al observado en 2003, cuando se registró un crecimiento de 2.83%. El principal motor del crecimiento fue la demanda no regulada, en especial la relacionada con la industria. El crecimiento alcanzado fue de 3.1% en diciembre de 2004, supe-

rior al alcanzado en el mismo mes de 2003 que se ubicó en 2.3%.

Enero 20. En 2004 la inflación de Estados Unidos fue la más alta de los últimos cuatro años. La inflación pasó de 1.9% en 2003 a 3.3% en 2004. Los altos precios del petróleo presionaron este resultado.

Enero 20. Bush se posesionó para su segundo período presidencial. Su discurso de posesión se centró en el tema de la libertad, la democracia y la lucha contra el terrorismo internacional.

Enero 21. Emisión de deuda externa en pesos colombianos. A US\$125 millones ascendió esta nueva emisión, por lo que el saldo a la fecha de bonos de deuda externa emitidos por Colombia alcanzó US\$12.060 millones.

Enero 21. El Presidente Uribe nombra a dos nuevos miembros de la Junta del Banco de la República. El ministro de Agricultura Carlos Gustavo Cano y el ex director de Crédito Público Juan Mario Laserna fueron nombrados como nuevos miembros de la Junta Directiva del Banco de la República. Tras el nombramiento de Cano, Andrés Felipe Arias, quien ocupaba el cargo de vicedirector de Agricultura, fue designado como nuevo ministro de Agricultura.

Enero 25. Como consecuencia de la revalua-

ción subsidios al agro se duplican. Productores de algodón, maíz, arroz, soya, café, panela, flores, azúcar y banano recibirán en 2005 ayuda por parte del Gobierno por \$387.000 millones.

Enero 27. Fogafin tiene nuevo director. El vicedirector de Comercio Industria y Turismo, Juan Ricardo Ortega, reemplazó en la dirección de Fogafin a Juan Pablo Córdoba, quien fue designado como presidente de la Bolsa de Valores de Colombia.

Enero 31. A noviembre de 2004 la industria presentó un buen comportamiento. Respecto a noviembre de 2003, la producción industrial se incrementó en 5.59%, las ventas en 5.34% y el empleo en 0.81%. Respecto al acumulado enero-noviembre de 2003, la producción industrial se incrementó en 4.82%, las ventas en 3.44% y el empleo en 0.40%.

Febrero 1. La tasa de desempleo cerró 2004 con una leve caída. La tasa de desempleo se ubicó en 12.1% en diciembre de 2004, cayendo 0.2 puntos porcentuales con respecto al mismo mes de 2003. Los resultados anuales indican que la tasa de desempleo se ubicó en 13.6% en 2004 frente a 14.1% en 2003.

Febrero 2. A 0.82% ascendió la inflación en enero de 2005. Esta cifra fue inferior en 0.07 puntos porcentuales a la registrada en el mismo mes de 2004 y

CRÓNICA MACROECONÓMICA

ubica a la inflación en 5.43% para los últimos doce meses. Los precios del grupo de alimentos registraron el mayor incremento (1.45% frente al mes anterior). De las trece principales ciudades, Medellín presentó en enero el mayor incremento en precios (1.82%).

Febrero 3. El FED subió por sexta vez consecutiva su tasa de interés desde junio de 2004. El aumento fue de 0.25 puntos básicos y dejó a la tasa de interés en 2.5% efectivo anual.

Febrero 8. El precio externo de la libra de café ascendió a US\$1.2. Este resultado no se presentaba desde hace cinco años. El precio que reciben los productores nacionales, por su parte, se ubicó cerca de los \$500.000 la carga, valor que no se registraba desde 1997.

Febrero 17. La economía venezolana creció 17.3% en 2004. Según el Banco Central de Venezuela (BCV), el año 2004 cerró con un crecimiento de 17.3% frente a la caída de 7.7% registrada en 2003. Este resultado obedece a un incremento de 8.7% del PIB petrolero y de 17.8% de las actividades no petroleras.

Febrero 18. Nuevo acuerdo con el FMI. Se estableció un meta de déficit fiscal de 2.5% del PIB para 2005. De éste, 0.3 puntos porcentuales podrán destinarse a proyectos de infra-

estructura. Para 2006 la meta es de 2% del PIB.

Febrero 21. El superávit de la balanza comercial a noviembre alcanzó US\$958 millones FOB. Entre enero y noviembre de 2004 las exportaciones ascendieron a US\$14.938 millones FOB con un crecimiento de 25.1% frente al mismo período de 2003. Las importaciones, por su parte, ascendieron a US\$14.986 millones CIF, registrando un crecimiento de 19.3% frente al acumulado enero-noviembre de 2003.

Febrero 25. Las utilidades alcanzadas por el sistema financiero ascendieron a \$2.91 billones en 2004. Estas utilidades son 61.6% superiores a las registradas en 2003. Bancolombia fue la institución financiera con mayores ganancias (\$430.807 millones).

Marzo 2. En enero la tasa de desempleo alcanzó el nivel más bajo de los últimos cinco años. La tasa de desempleo a nivel nacional se ubicó en 13.2%, observándose una disminución de 3.8 puntos porcentuales con respecto a enero de 2004. A este fenómeno se le atribuyó el hecho de que hay una mayor retención estudiantil y más personas dedicadas al oficio del hogar.

Marzo 3. La producción industrial y el comercio aumentaron en 2004. La producción industrial creció 4.87%, las ventas

3.54% y el empleo 0.44%. El mayor crecimiento en la producción lo registró el sector de vehículos automotores y sus motores (40.64%). El comercio, por su parte, presentó el nivel de ventas más alto de los últimos cinco años con un crecimiento de 6.07% en 2004 frente a 2003.

Marzo 4. Febrero registró la menor inflación para este mes desde 1971. Los precios al consumidor se incrementaron 1.02% en febrero frente a lo observado en el mes anterior. Esto reflejó la reducción en el incremento de los precios de los alimentos que pasó de 1.44% en enero a 1.38% en febrero. En términos anuales la inflación alcanzó una tasa de 5.25%, inferior a la de 5.43% anual observada al cierre de enero.

Marzo 9. La balanza comercial colombiana fue positiva en 2004. Con un aumento anual de 25.9% en las exportaciones y de 20.6% en las importaciones, la balanza comercial ascendió a US\$856.7 millones en 2004.


Marzo 16. Colombia: cuarto país con mayor Inversión Extranjera Directa (IED) de América Latina. Según la Cepal, el total de IED que llegó a América Latina sumó US\$56.400 millones en 2004, presentando un aumento de 44% frente a 2003. Esto obedece a una mejora en las condiciones económicas en muchos países y a adquisiciones de empresas por parte

de las multinacionales. Del total de IED Colombia recibió US\$2.352 millones.

Marzo 16. La deuda bruta del Gobierno Nacional Central se redujo 4.3 puntos del PIB en 2004. La deuda bruta del GNC pasó de 56.6% del PIB en 2003 a 52.3% del PIB en 2004. Este resultado se explica en buena medida por el efecto de la revaluación en 2004.

Marzo 17. La OPEP aumenta la producción de petróleo en 1.9%. La decisión se tomó con el fin de enfrentar la mayor demanda y el aumento en los precios, los cuales alcanzaron un nivel récord de US\$57.5 por barril. Este aumento implica una oferta adicional de 500.000 barriles por día, lo que constituye la mayor oferta de la historia.

Marzo 18. La construcción perdió dinamismo en 2004. El total de licencias aprobadas para la construcción disminuyó 7.03% respecto a 2003. Esto respondió a una disminución de 8.52% en las licencias para vivienda y de 1.97% en las licencias para edificación de oficinas, bodegas, centros educativos, religiosos y de salud.

Marzo 22. El FED aumentó por séptima vez consecutiva su tasa de interés desde junio de 2004. El alza fue nuevamente de 0.25 puntos porcentuales, por lo que la tasa de ubicó en 2.75% efectivo anual. 

Entrevista al ministro de Agricultura, Andrés Felipe Arias

Entre las recomendaciones de la teoría económica y las realidades sociales y políticas de Colombia

C.F. Hace unas semanas el Banco Mundial expuso su estudio sobre el sector agrícola. Una de las recomendaciones del Banco es focalizar el gasto público hacia proyectos de inversión en infraestructura rural. En ese contexto ¿cómo evalúa usted la medida que adoptó el gobierno a comienzos de este año de destinar \$180.000 millones al programa de coberturas cambiarias cuando el monto destinado a programas de distritos de riego y ranchería es cerca de \$80.000 millones?

A.F.A. Primero que todo vale la pena hacer algunas precisiones sobre las cifras. En realidad al programa de coberturas no se destinaron \$180.000 millones sino \$150.000 millones. Además, si se tiene en cuenta que no se entregaron cerca de \$26.000 millones debido a que unas coberturas se hicieron mal, el total de recursos destinados a este programa sólo fue de \$124.000 millones. Por otra parte, este año la asignación de recursos para los proyectos de Triángulo del Tolima, Ranchería y otros distritos de riego es de \$92.189 millones.

Habiendo precisado esto, es de anotar que desde el punto de vista de política pública otorgar subsidios de manera transversal es lo más deseable y recomendable. Sin embargo, hay que tener en cuenta las realidades políticas y las restricciones sociales que no siempre permiten hacer las cosas como lo recomienda la teoría económica. Por ejemplo, existen productos que son de gran



impacto social y económico en regiones altamente expuestas a problemas de orden público. Al hacer esta consideración es que se entiende por qué el gobierno decide dar este incentivo al banano y a las flores que son vitales en el oriente antioqueño, en la Sabana de Bogotá, en el Urabá y en el departamento del Magdalena. En este orden de ideas, el Gobierno también decidió subsidiar el algodón (dando un precio mínimo de garantía) que es vital en regiones como Tolima, Huila, Cesar, Guajira y Córdoba, todas muy expuestas a problemas de orden público. Igualmente es preciso recordar que estas mismas consideraciones sociales son las que han hecho que el gobierno haya subsidiado el café a través del sostenimiento de precios de garantía pues se trata del bienestar de 500.000 familias.

Entonces, aunque la teoría suena muy bonita, entregar los subsidios de manera transversal o utilizar los recursos sin orientarlos a un sector en particular no es siempre posible. En la práctica hay restricciones y hay consideraciones de carácter social, político, económico, que le dan cierta racionalidad a este otro tipo de subsidios.

Pero déjeme decir otra cosa. El incentivo de la cobertura cambiaría no se hizo a dedo. La decisión se apoyó en criterios jurídicos y técnicos que permitieron seleccionar a los sectores de banano y flores. ¿Cuáles fueron estos criterios? El primero que se tuvo en cuenta fue que el coeficiente de exposición a la apreciación fuera superior a 80% y, el segundo, que la participación dentro del flujo de divisas por exportaciones no tradicionales fuera significativa (mayor a 4%). La combinación de estos dos aspectos arrojó algunos sectores. Adicionalmente, se contemplaron restricciones jurídicas. La ley del Plan Nacional de Desarrollo, o sea la Ley 812, sólo permite dar este tipo de subsidios a sectores agropecuarios. De esta manera tuvieron que salir otros sectores, quedando únicamente los de banano y flores.

C.F. Una inquietud que surge en torno a este tema, y que también se planteó en el Foro del Banco Mundial, tiene que ver con la manera en que opera el tema de la

provisión de bienes públicos en el marco de la descentralización. ¿Cree usted que la descentralización hace difícil el diseño de una política de infraestructura integral, es decir, que riñe con el propósito de dar subsidios transversales?

A.F.A. Antes de responder a la pregunta quiero aclarar que el Banco no sólo hablaba de inversión en infraestructura rural, sino que se refería a la inversión en general, en educación, salud, vivienda, etc. Los subsidios de carácter transversal o no focalizados no están

únicamente en cabeza de las entidades territoriales. Por ejemplo, el Incoder es una entidad del Gobierno Nacional encargada de diseñar y llevar a la práctica los programas de inversión en infraestructura de riego. Obviamente, eso no impide que los departamentos o los municipios, por su propia cuenta, o el mismo sector privado, hagan este tipo de inversiones. Sucede lo mismo en el caso de la vivienda de interés social rural en donde la asignación de los subsidios está en cabeza del Gobierno Nacional, del Ministerio de Agricultura y del Banco Agrario. De nuevo, ello no impide que los departamentos y los municipios también canalicen recursos para vivienda. Creo que la tarea de orientar eficientemente los recursos de infraestructura rural, de vivienda, de

salud y de educación en el campo, es al final un problema de voluntad política de los gobiernos territoriales y que ello no riñe con la descentralización.

C.F. Pasando al tema de agricultura y comercio, diferentes estudios a nivel mundial encuentran que para efectos de seguridad alimentaria es mucho más efectivo el desmonte de los aranceles que el de los subsidios. ¿Qué opinión le merece esa afirmación?

A.F.A. En teoría, cuando se elimina la protección en frontera hay un *trade-off* entre el ingreso del productor y el excedente al consumidor. Esta hipótesis sólo es cierta bajo competencia perfecta. Si este supuesto no se cumple, es muy posible que la reducción

Pero déjeme decir otra cosa. El incentivo de la cobertura cambiaría no se hizo a dedo. La decisión se apoyó en criterios jurídicos y técnicos que permitieron seleccionar a los sectores de banano y flores.

del arancel no se traduzca en una reducción en el precio del bien consumido, básicamente porque en ciertos mercados hay posiciones dominantes por parte de los intermediarios.

La evidencia que tenemos para el caso de Colombia es que en el sector agropecuario puede haber posiciones dominantes en algunas cadenas. Estudios del Ministerio han mostrado cómo para algunas de estas cadenas la reducción de aranceles no se ha traducido en menores precios al consumidor.

Es claro que desde el punto de vista de la eficiencia económica, la reducción de aranceles tiene sentido, pero cuando se tiene en cuenta que el país está librando una batalla contra el narcoterrorismo, ese tipo de medidas hay que pensarlas dos veces. Cada empleo que se pierde en el campo es un empleo que nutre a los grupos ilegales.

C.F. Bueno, esa respuesta nos da pie para la siguiente pregunta. Mucho se ha hablado de que la eliminación de subsidios agrícolas traerá como efecto un incremento en los precios internacionales de los productos básicos, lo cual es positivo para los países productores y exportadores de estos bienes. Sin embargo, teniendo en cuenta que la mayoría de los países en desarrollo son también importadores netos de alimentos, el desmonte de los subsidios afectaría a los consumidores que verían incrementados los precios de los alimentos importados. Entonces ¿por qué cree usted que los países en desarrollo peleamos tanto por el desmonte de tales subsidios?

A.F.A. En los países en desarrollo la protección se da a través de aranceles en frontera, mientras que en la mayoría de países desarrollados, ésta se da a través de subsidios y ayudas internas. Lo importante es reconocer que un subsidio es tan distorsionante como un arancel.

La pregunta debería ser entonces, ¿hasta qué punto están los países del mundo dispuestos a aceptar las

distorsiones al comercio internacional? Yo creo que los países en desarrollo estaríamos dispuestos a levantar toda la protección de frontera si los países desarrollados levantaran la protección a través de subsidios y ayudas. Porque si así fuera, el flujo de comercio sería muy distinto. Por ejemplo, si eso sucediera, Colombia exportaría arroz y algodón a Estados Unidos. Pero las distorsiones y las ayudas que allá reciben los productores llevan a que en la práctica Colombia esté importando esos productos de Estados Unidos.

Los países en desarrollo estaríamos dispuestos a levantar toda la protección de frontera si los países desarrollados levantaran la protección a través de subsidios y ayudas... si eso sucediera, Colombia exportaría arroz y algodón a Estados Unidos.

Yo resumiría el tema del que hemos estado hablando así. Hay dos preguntas. La primera es si de verdad esos subsidios se transmiten al consumidor, lo cual no siempre es cierto por las posiciones dominantes del mercado. La otra pregunta es si de verdad estamos dispuestos a aceptar los subsidios de los países desarrollados a la vez que levantamos la protección en frontera. Si así fuere, estaríamos entonces dispuestos a permitir que varios sectores agrícolas desaparezcan. Esta no es la posición que ha mantenido al respecto el gobierno colombiano. Nos oponemos a cualquier tipo de ayudas o subsidios distorsionantes por parte de los países desarrollados. No es sólo la posición de Colombia, también es la de una coalición de países, llamada el grupo Cairns,

que se opone a este tipo de prácticas y que busca una liberalización total del comercio.

C.F. ¿Se ha avanzado en términos de Agenda Interna en el sector agrícola?

A.F.A. El Gobierno está buscando que la Agenda se construya a partir de consensos. Para ello Planeación Nacional viene adelantando unos foros que tienen como objetivo escuchar a la comunidad y de esa manera ir construyendo la Agenda.

Ahora, es importante entender que la Agenda Interna no tiene que ver únicamente con el tema de infraestructura. En el caso del sector agropecuario, la Agenda tiene

que ver con ordenar el sistema sanitario, lo cual es fundamental a la hora de abrirse a los mercados externos. La Agenda Interna tiene que ver también con la elaboración y puesta en marcha de una ley de competencia con el objetivo de evitar posiciones dominantes en el mercado, posiciones que por lo general arrinconan a los productores más débiles (principalmente a los que se encuentran en la base de las cadenas) y que evitan que el desmonte de los subsidios o las reducciones de los aranceles se transmitan al consumidor. En el marco de la Agenda Interna el Gobierno también está adelantando la elaboración del estatuto forestal con el fin de garantizar los derechos de propiedad en las plantaciones. Porque es de recordar que nuestro sector forestal es uno de los que mayor potencial tiene en el mercado internacional.

C.F. Tal vez usted ha sido uno de los ministros más jóvenes que ha tenido Colombia. Por otra parte, usted es muy cercano a los economistas jóvenes y a los estudiantes de economía. Para todos ellos usted ha sido uno de sus más talentosos profesores, un profundo conocedor de la teoría económica y autor de varios artículos académicos.

Sin embargo, en muchos de los foros en los que usted ha participado se le ha escuchado decir que los “modelos no sirven” o que los modelos “no aplican para Colombia” por cuenta de que el país tiene un problema: el de la guerra y la inseguridad. No es ese un mensaje un poco descorazonador para los estudiantes de economía que buscan encontrar en los estudios luces para solucionar los problemas que aquejan a nuestro país. ¿Qué les puede decir usted a los estudiantes? ¿Cómo deben enfocar sus estudios?

A.F.A. Yo nunca he dicho que los modelos no sirven. Es más, yo creo que los modelos sirven y sirven mucho para darnos un orden mental y para trazarnos un horizonte hacia donde nos debemos mover en términos de políticas públicas. Pero todos sabemos que los modelos son abstracciones de la realidad y que lo que vemos en los modelos no se puede aplicar en la práctica, porque hay muchas restricciones de carácter político, social y económico con las que uno tiene que lidiar. Por

lo menos, eso es lo que yo he vivido en esta corta experiencia.

Como economista, uno debe internalizar los modelos para poder diseñar e implementar las políticas públicas. Pero a la hora de ir al Congreso o al Parlamento a defender una medida, los modelos se van a poder utilizar muy poco. A la hora de defender en un Consejo de Ministros una política o en un Consejo Comunal una decisión, los modelos tampoco van a ser el mejor argumento.

Yo nunca he dicho que los modelos no sirven. Es más, yo creo que los modelos sirven y sirven mucho para darnos un orden mental y para trazarnos un horizonte hacia donde nos debemos mover en términos de políticas públicas.

En el debate es importante mantener las intuiciones bien alineadas, y esas nos las dan los modelos. Pero en el momento de formular políticas y defenderlas hay otra serie de consideraciones que pesan mucho. En el caso de Colombia, la más importante es que es una economía diferente porque está librando una batalla. No es lo mismo pensar en una política cuando uno sabe que el país no tiene la amenaza del terrorismo que pensarla cuando se sabe que esa amenaza está latente y que cualquier empleo que se pierde en la economía es un empleo que va a ir a la coca o a las filas de las Farc. Eso no está en ningún modelo pero hay que tenerlo en cuenta.

En resumen las dos cositas son importantes, pues la teoría es fundamental pero el pragmatismo también.

¿Qué le ha gustado más, la vida de economista académico o la de economista al servicio público?

A.F.A. He disfrutado mucho las dos. Ahora que estoy en esto, le saco mucho gusto. Es algo que nunca esperé tener tan pronto y tan cerca. El Presidente me genera una gran lealtad y mucho entusiasmo y ánimo para trabajar.

En cada momento cada cosa fue importante y era necesario vivirlo así.

C.F. ¿Es verdad que le gustan más los vallenatos que los tangos?

A.F.A. Si, me gustan más los vallenatos.

Efectos de las fusiones sobre el mercado financiero colombiano*

Dairo Estrada

Este trabajo examina los efectos de las fusiones en el sistema bancario sobre la eficiencia del sistema y los precios. Se encuentra que los bancos que han atravesado procesos de fusiones pueden experimentar mejoras en los índices de eficiencia en beneficios. Estas mejoras en eficiencia fueron superiores para aquellos bancos que presentaban rankings de eficiencia más bajos antes de la fusión. Adicionalmente, los efectos sobre cambios en los precios resultaron no reflejar comportamientos colusivos por parte de los bancos en el mercado de depósitos.

1. Introducción

Durante los últimos años se han presentado diferentes procesos de fusiones no solamente en el sector financiero, sino también en otras industrias, que generan preguntas relacionadas con las políticas adoptadas con respecto al *trade-off* entre las ganancias por eficiencia y las pérdidas sociales debido a la existencia de un mayor poder de mercado. Si las ganancias por eficiencia superan las pérdidas sociales generadas por incrementos en el poder de mercado, las fusiones pueden tener interés desde el punto de vista económico y de políticas antimonopolio.

El análisis de las fusiones puede ser analizado de tres formas diferen-

tes: primero, las fusiones pueden mejorar la eficiencia en costos. Segundo, las fusiones pueden mejorar la eficiencia en beneficios que involucran combinaciones de *inputs* y productos superiores.¹ Tercero, las fusiones pueden incrementar los beneficios a través del ejercicio de un mayor poder de mercado en la fijación de precios.

Un incremento en la concentración del mercado o en la participación de las firmas dentro del mercado puede generar posiciones que faciliten a los intermediarios fijar tasas más altas sobre sus servicios o productos o tasas más bajas sobre los depósitos, sin ninguna mejora en eficiencia.

Desafortunadamente, no existen muchos trabajos que analicen las ga-

nancias en beneficios, asociadas con la fusiones en los bancos. Adicionalmente, tampoco existen muchos estudios que determinen los cambios

*Agradezco la ayuda recibida de Diego Vásquez y Poldy Osorio en la elaboración de este trabajo. También agradezco los comentarios y sugerencias de Hernando Vargas, Sergio Clavijo y Natalia Salazar. Los errores y omisiones son de mi exclusiva responsabilidad y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

¹En un trabajo reciente Akhavein et al. (1997) explican como el concepto de eficiencia en beneficios es un concepto más global que el de la eficiencia en costos. Esto se debe a que el primero toma en cuenta efectos de costos e ingresos sobre la elección del vector de productos que es mantenido fijo cuando se considera la eficiencia en costos.

en los precios ante las fusiones. Los cambios en los precios revelan los efectos de las fusiones sobre el poder de mercado más los efectos que sobre los precios pueden tener por el incremento en la eficiencia operativa de los bancos.

En este trabajo se analiza el rol de las fusiones sobre la eficiencia en beneficios y el poder de mercado. Nosotros analizamos datos del sistema financiero colombiano para el período 1996-2004.

La sección 2 resume la literatura sobre fusiones; la sección 3 presenta alguna evidencia internacional; la sección 4 expone la medida de eficiencia en beneficios; en la sección 5 se presentan los resultados en las medidas de eficiencia y los efectos de las fusiones; en la sección 6 se presenta un análisis de competencia como reflejo de cambios en los precios asociados con las fusiones; y en la sección 7 se presentan algunos comentarios finales.

2. Alguna literatura sobre fusiones bancarias

A nivel internacional, las ganancias en eficiencia en costos con las fusiones son relativamente escasas. Algunos trabajos empíricos sugieren desviaciones promedio de los bancos con respecto a la frontera en la función de costos del nivel de 20%-25%.²

En otros trabajos se comparan indicadores de costos, tales como la proporción de costos operativos a activos totales, pero el problema es que no se puede asociar una mejora en dichos indicadores como producto de las fusiones (ver Rhoades (1986), Srinivasan (1992), Linder and Crane (1992) y Pilloff (1996)).

La eficiencia en beneficios incorpora ambos tipos de eficiencia: eficiencia en costos y eficiencia en ingresos. Para un análisis de política es apropiado considerar ambos tipos de eficiencia: el cambio en el valor de

los recursos consumidos, representado por la eficiencia en costos, y el cambio en el producto, representado por los ingresos, dados los precios del producto y los insumos, los cuales pueden ser evaluados con la eficiencia en beneficios.³

Las fusiones tienen un impacto significativo sobre los mercados locales al incrementar el grado de concentración que se puede traducir en beneficios superiores por la fijación de precios (tasas de interés inferiores sobre los depósitos y tasas de interés superiores sobre los créditos). Sin embargo, incrementos en el nivel de concentración no necesariamente afectan los precios de manera sustancial si los mercados locales son altamente reaccionarios con respecto a variaciones en los precios. Con las fusiones también se puede presentar una mejoría en la eficiencia que se traduce en precios más atractivos para los consumidores.

En resumen, la literatura sugiere que las fusiones bancarias pueden tener un impacto importante sobre los beneficios de las entidades a través de incrementos en la eficiencia en costos, y/o eficiencia en beneficios y/o poder de mercado para fijar precios.

3. Evidencia internacional

Las fusiones y adquisiciones han aumentado significativamente durante los últimos años. En Estados Unidos durante el período 1980-2003, el número de bancos ha caído de 16.000 a 8.000 aproximadamente, lo cual ha generado un proceso de consolidación que incorpora procesos de fusiones para el saneamiento de algunas entidades participantes en el mercado (cuadros 1 y 2).⁴

El proceso de consolidación se explica fundamentalmente por el impacto de la tecnología y la integración geográfica. Durante el período 1994-2003 se presentaron 3.517 fusiones. El punto cumbre de las fusiones fue el año 1998, un año histórico para las fusiones en Estados Unidos. Se completaron 493 fusiones, que comprometieron cerca del 14% de los activos, depósitos y oficinas del sistema financiero.

²Ver Savage (1991), Shaffer (1993) y Berger y Humphrey (1992).

³Ver Berger y Humphrey (1992).

⁴Ver Rhoades (2000).

Cuadro 1
Fusiones, activos, depósitos y oficinas en Estados Unidos

Año	Fusiones	Activos	%	Depósitos	%	Oficinas	%
1994	475	187.012	3.8	143.651	4.4	3.932	5.1
1995	475	254.851	4.9	186.968	5.5	4.981	6.5
1996	446	406.695	7.5	292.740	8.4	6.549	8.5
1997	422	311.871	5.3	230.148	6.1	5.687	7.3
1998	493	836.970	13.3	580.972	14.7	11.351	14.3
1999	333	276.643	4.2	186.440	4.6	3.477	4.3
2000	255	200.963	2.8	98.190	2.2	2.693	3.3
2001	231	359.495	4.6	236.067	5.0	4.958	6.0
2002	203	150.186	1.8	92.102	1.8	1.914	2.3
2003	184	88.330	1.0	66.950	1.2	1.741	2.1
Total	3.517	3.073.016		2.114.228		47.283	

Fuente: Pilloff (2004). Datos en millones de dólares, excepto porcentajes.

Durante el período 1985-1997, en la Unión Europea el número de instituciones de crédito había caído de 12.256 a 9.285.⁵

En un análisis reciente realizado por el BID se presentan algunas características generales de los procesos de fusiones. En el estudio se explica cómo los procesos de fusiones presentan diferencias si comparamos los procesos presentados en América Latina y los países desarrollados: en los países desarrollados las fusiones se presentan entre bancos locales y como consecuencia de reacciones frente a diferentes situaciones de mercado, mientras que en los países en desarrollo las fusiones se han dado como respuesta al proceso de incorporación de la banca extranjera en los diferentes países, o como respuesta de las entidades reguladoras a episodios de crisis e inestabilidad financiera.⁶

4. Medida de eficiencia en beneficios

Con el objeto de analizar el efecto de las fusiones sobre la eficiencia, se estimó la eficiencia en beneficios para el período 1994-2004 para el sistema financiero colombiano. En el análisis se incluyen los cuatro principales tipos de intermediarios: bancos comerciales (BC), bancos especializados en cartera hipotecaria (BECH), corporaciones financieras (CF) y compañías de financiamiento comercial (CFC). Para cada fusión, siguiendo la metodología de Akhavein

et al. (1997), se calcula la variación en la medida de eficiencia asociada con la fusión, como una variación en el rango de eficiencia de la entidad fusionada con respecto al promedio ponderado de los rangos de las entidades participantes antes de la fusión.

Estos resultados no están en contraposición con otros estudios que muestran que las ganancias en eficiencia pueden presentarse cuando se dan procesos de fusiones, y que estos resultados se aminoran cuando el tamaño de las entidades fusionadas es relativamente pequeño.

La especificación de la función de beneficios alternativa y la estimación de la medida de eficiencia se basa en el análisis de frontera estocástica adoptando una forma funcional *translog*.⁷ La medida de eficiencia toma valores en el intervalo (0,1), donde 1 representa el nivel de eficiencia total para determinado banco.

Se consideran datos de las principales fusiones entre intermediarios financieros para el período 1994-2004. Dentro de la muestra consideramos comparaciones entre los bancos considerados individualmente antes de la fusión y el banco acreedor después de ejecutada la fusión entre los intermediarios.

Este tratamiento es consistente con la idea de que las fusiones presentan mejoras en eficiencia relacionadas con políticas de coordinación de la nueva firma fusionada. Las mejoras

Cuadro 2
Concentración en Europa

Crédito	1985	1990	1997
Holanda	67.1	76.7	80.6
Alemania	93.1	80.7	76.9
Dinamarca	71.0	82.0	75.0
Portugal	60.0	73.0	75.0
Bélgica	54.0	58.0	66.0
Finlandia	49.7	49.7	56.2
Francia	48.7	44.7	48.3
España	35.1	43.1	42.1
Italia	16.6	15.1	25.9
Depósitos	1985	1990	1997
Holanda	85.0	80.0	84.2
Alemania	89.2	87.6	79.6
Dinamarca	70.0	82.0	72.0
Portugal	64.0	76.0	79.0
Bélgica	62.0	67.0	64.0
Finlandia	54.2	64.2	63.1
Francia	46.0	58.7	68.6
España	35.1	39.2	38.2
Italia	19.9	18.6	36.7

Fuente: Dermine (1999).

⁵Banco Central Europeo (ECB), 1999.

⁶Para una lectura más detallada de los procesos de consolidación bancaria en América Latina, ver BID (2004).

⁷Ver Humphrey y Pulley (1997), Berger y Mester (1997), y Estrada y Osorio (2004).

de eficiencia a través del tiempo como consecuencia de las fusiones no son inmediatas, pueden tardar varios períodos, debido a los costos de ajuste (gastos legales, consultorías, costos laborales, indemnizaciones, etc.) en que se incurre en el momento de la fusión.⁸

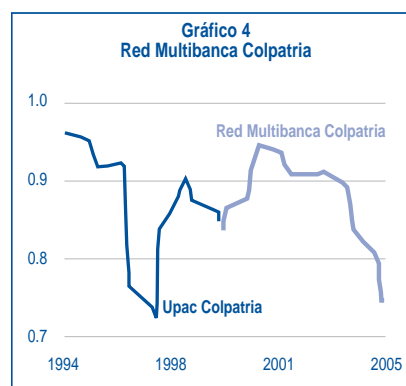
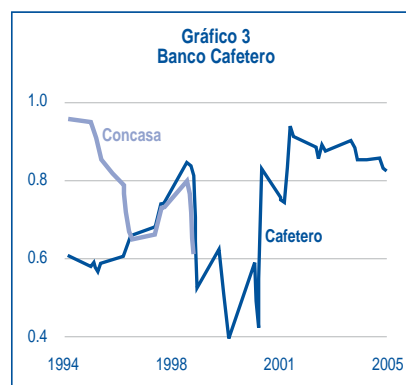
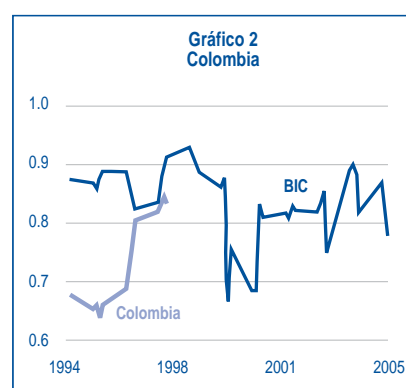
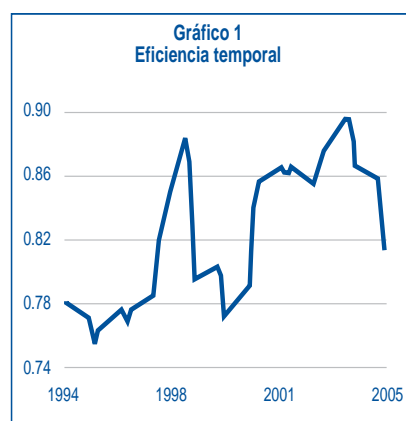
5. Efectos de las fusiones en la eficiencia en beneficios

Como se observa en el cuadro 3, la media de la medida de eficiencia es de 0.73 para el total del sistema.

Los BECH presentan en promedio los niveles de eficiencia más altos (0.82), mientras que las CF el nivel más bajo (0.63). Los test de igualdad en media para los diferentes tipos de bancos nos ilustran cierto nivel de heterogeneidad, principalmente cuando comparamos los BC con las CF y las CFC.

En el gráfico 1 se observa el comportamiento de la medida de eficiencia durante el período. Vale la pena señalar el impacto negativo que tuvo el fenómeno de crisis financiera sobre la eficiencia en beneficios durante 1998 y 1999.

Al inicio del período, los niveles de eficiencia en beneficios eran de



0.767 si tomamos el promedio de los primeros cuatro trimestres (dic/94-dic/95), mientras que la eficiencia fue de 0.845 teniendo en cuenta los últimos cuatro trimestres (sep/2003-sep/2004), lo que representa un crecimiento de 10.1% durante los últimos diez años. El sistema financiero colombiano ha tenido algunos procesos de fusiones de los cuales sobresalen los del Banco de Colombia, Banco Cafetero, Colpatría y ABN Amro. En los gráficos 2, 3, 4 y 5 se ilustra cómo los procesos de fusiones incrementaron los niveles de eficiencia de los bancos acreedores en el caso del Banco de Colombia, cuya mejora en eficiencia en beneficios

Cuadro 3
Eficiencia por tipo de intermediario ^a

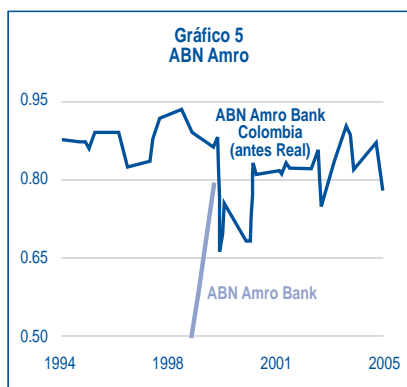
Función alternativa de beneficios					
	Total	Bancos	BECH	CF	CFC
N	102	33	13	27	29
Max.	0.9610	0.9610	0.9460	0.8404	0.9491
Min.	0.2730	0.2730	0.4196	0.4805	0.4908
Media	0.7296	0.7095	0.8236	0.6499	0.7846
Mediana	0.7288	0.7109	0.8852	0.6386	0.8069
Varianza	0.0180	0.0189	0.0195	0.0095	0.0123
t-stat		13.7330	2.8436	1.6741	0.1858
p-value		0.0000	0.0049	0.0957	0.8528

^a El intervalo para las medidas de eficiencia en la función alternativa de beneficios es (0.1).

fue de 10 %; para el caso de Bancafé, la ganancia fue de 5%, mientras que en el caso de los bancos Colpatría y ABN Amro no se ilustra una ganancia representativa. En el caso de la Red Colpatría, comparando los da-

⁸Berger y Humphrey (1992) encuentran que en los tres primeros años después de la fusión, los costos de fusión no son significativamente importantes, de tal forma que dichos costos no crean un sesgo importante cuando analizamos los efectos de la fusión.

⁹Para realizar este análisis se tuvieron



tos de eficiencia antes y después de la crisis, se observa una pérdida en eficiencia de 2 %, mientras que para el caso de ABN Amro la pérdida es de 7%.⁹ De esta forma, estos resultados no están en contraposición con otros estudios que muestran que las ganancias en eficiencia pueden presentarse cuando se dan procesos de fusiones, y que estos resultados se aminoran cuando el tamaño de las entidades fusionadas es relativamente pequeño.

6. Fusiones y competencia

En unos estudios recientes, Panetta y Focarelli (2004) y Sapienza (2002) encuentran que los efectos de las fusiones pueden ser mixtos. Los efectos de corto plazo pueden diferir de los efectos de largo plazo cuando la respuesta de la eficiencia y el poder de mercado es diferente temporalmente, o tarda distintos períodos de tiempo en materializarse. Ellos encuentran que para los bancos italianos las fusiones ocasionaron efectos desfavorables en los precios sobre los consumidores en el corto plazo, y los efectos de largo plazo fueron favorables, de esta forma el efecto de poder de mercado predominó en el corto plazo, pero en el largo plazo predominó el efecto eficiencia sobre los precios.

Otros estudios para Estados Unidos y Europa concluyen que las fusiones parecen haber tenido un efecto favorable en el aumento de la compe-

tencia bancaria.¹⁰ Desde el punto de vista teórico, la explicación a que la concentración no se relacione con una caída en la competencia coincide con la versión de los mercados contestables que sugiere que si no existen barreras de entrada, la presencia de futuros competidores impone disciplina a los bancos establecidos y crea una situación de futura competencia a pesar de que las fusiones ocasionen una caída en el número de bancos presentes en el mercado.

Para analizar el grado de competencia en el mercado de depósitos colombiano, nosotros utilizamos lo que se ha denominado el nuevo enfoque de organización industrial (NEIO).^{11 12}

La estimación de la forma estructural definida en el enfoque requiere la forma funcional de la oferta de depósitos y la función de costo marginal y la selección de las variables explicativas relevantes. Nosotros consideramos las siguientes especificaciones lineales:

$$D_i = a_0 + a_1 r_i^D + a_2 r_{-i}^D + a_3 E_i$$

$$MC_{Di} = \frac{\partial C_i}{\partial D_i} = AC_{Di} = b_0 + b_1 D_i + b_2 w_i^E + b_3 w_i^K + b_4 \text{Effi} - b_5 \left(\frac{D_i}{r_{-i}^D} \right)$$

donde D_i son los depósitos de cada intermediario financiero, r_i^D es la tasa de interés ofrecida por cada banco por los depósitos, r_{-i}^D corresponde a la tasa ofrecida por el resto de intermediarios presentes en el sector; E_i son los empleados de cada firma bancaria. Por otro lado, MC_{Di} es el costo marginal; AC_{Di} es el costo medio; w_i^E es el costo laboral; w_i^K es el precio del capital físico; y Effi es nuestra medida de eficiencia.

La inclusión de las variables de tasas de interés propias y de los demás intermediarios corresponden con el análisis conjetural propio del

enfoque (NEIO). *Ceteris paribus*, los depósitos deben responder positivamente a su propio precio y negativamente al precio del resto de los intermediarios.

El cuadro 4 presenta los resultados de la estimación del sistema de ecuaciones simultáneas para el período 1995-2004 con datos trimestra-

Este resultado, que parece ser bastante robusto, entra en contraposición con la idea de que las fusiones generan un mayor poder de mercado, lo que estimularía a los bancos a pagar tasas de interés menores sobre los depósitos.

les. Una inspección preliminar nos muestra que no existen grandes diferencias en los resultados para el sistema financiero en su conjunto y dividiendo por tipo de intermediario financiero. En lo que concierne a la oferta de depósitos, todos los parámetros son estadísticamente significativos y en conformidad con la intuición teórica.

La variable conjetural resultó con el signo esperado y significativo no solamente en las estimaciones para el sistema financiero en su conjunto, sino cuando consideramos los dife-

en cuenta los datos de eficiencia en beneficios para el banco fusionado y el banco acreedor después del período de crisis financiera.

¹⁰Ver Kroszner y Strahan (1999) para el caso norteamericano.

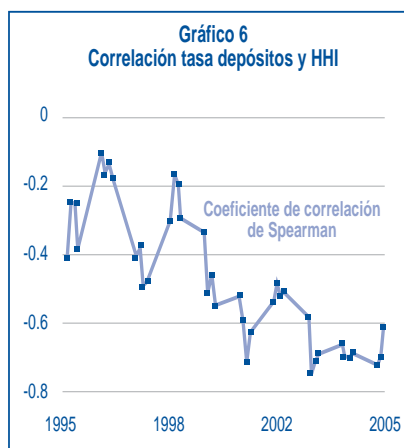
¹¹Ver Bresnahan (1987) para una revisión del enfoque: New Empirical Industrial Organization (NEIO).

¹²Este análisis está basado en un trabajo de investigación no terminado sobre el nivel de competencia en el mercado de depósitos colombiano, realizado por el autor.

rentes subsectores. Este parámetro en la mayoría de los casos es negativo y cercano a cero, ilustrando que en el mercado de depósitos no podemos afirmar que exista alto poder colusivo de los bancos participantes en el mercado.

Este resultado, que parece ser bastante robusto, entra en contraposición con la idea de que las fusiones generan un mayor poder de mercado, lo que estimularía a los bancos a pagar tasas de interés menores sobre los depósitos.

En el gráfico 6 presentamos para el mismo período la relación entre el índice de HHI y las tasas pagadas sobre los depósitos. Como se observa, existe una relación inversa entre el índice de concentración dentro del mercado de depósitos y la tasa de interés de los depósitos.



7. Conclusiones y líneas futuras de investigación

Centrándonos en la situación competitiva del sector bancario, a diferencia de lo encontrado en otros tra-

bajos para Europa, Estados Unidos y Canadá, en Colombia no podemos afirmar que después de los procesos de fusiones exista un comportamiento de monopolio o de oligopolio por parte de los intermediarios financieros. Por otra parte, considerando los efectos de las fusiones sobre la eficiencia, en este trabajo se evidencia una mejora en los datos de eficiencia en la función alternativa de beneficios para las fusiones más importantes realizadas durante los últimos años.

En este contexto, resulta necesario profundizar en el análisis de la competencia y el efecto de las fusiones en torno a las siguientes líneas de investigación:

1. La identificación de mercados relevantes.

Cuadro 4
Mercado de depósitos en Colombia*

Oferta de depósitos Variable dependiente D_i

	SF Coeficiente	Std error	Bancos Coeficiente	Std error	CF Coeficiente	Std error	CFC Coeficiente	Std error
a_0	15.524	0.014	15.797	0.028	12.837	0.030	14.100	0.025
r_{i-1}^D	0.157	0.028	0.807	0.038	2.158	0.063	0.499	0.050
E_i	0.538	0.002	0.477	0.004	1.074	0.006	0.917	0.005
r_{i-1}^D	-0.324	0.027	-1.183	0.038	-2.581	0.060	-0.240	0.046

Demanda de depósitos Variable dependiente MC_i


	SF Coeficiente	Std error	Bancos Coeficiente	Std error	CF Coeficiente	Std error	CFC Coeficiente	Std error
b_0	7.778	0.058	7.234	0.092	2.782	0.166	8.092	0.081
D_i	0.578	0.005	0.517	0.007	0.766	0.013	0.715	0.005
w_i^K	-0.027	0.002	-0.074	0.006	-0.026	0.006	0.033	0.003
w_i^L	-0.178	0.005	-0.053	0.006	-0.096	0.013	-0.336	0.008
Eff_i	0.534	0.013	0.351	0.019	0.019	0.079	0.366	0.014
D_i	-0.902	0.004	-0.867	0.005	-0.870	0.010	-0.972	0.004
$\frac{r_i}{r_{i-1}}$								

* Se utilizó en método: (G. L. S.) Random Individual Effects Estimation. Ver Biorn (1999).

2. Partiendo del hecho de que la competencia hace referencia al comportamiento de los precios de las empresas en un mercado determinado, Cetorelli (1999) señala que al analizar el impacto de la concentración sobre los precios se deben tener en cuenta dos factores: la existencia de fuentes alternativas de financiación y el grado de contestabilidad de los mercados o facilidad de los competidores potenciales de entrar en el mercado, factores que contribuyen a

disminuir el impacto potencial de la concentración como producto de las fusiones.

3. Relación integración financiera-competencia. Las fusiones y adquisiciones provocan la integración financiera no solamente a nivel nacional sino a nivel internacional con los tratados de libre comercio y la incorporación de la banca electrónica que evitan los requerimientos de proximidad geográfica entre clientes y bancos.

4. Determinantes del poder de mercado: a pesar de que en este trabajo se aborda con relativa rigurosidad la estructura del mercado bancario colombiano, es necesario completar el estudio con factores más directamente relacionados con el poder de mercado, así como variables que representen la especialización, la forma institucional, el entorno regulatorio con relación a la competencia y a las barreras de entrada a nivel local y nacional para explicar dicho poder de mercado. 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Akhavain, J., Berger, A., y Humphrey, D. (1997). "The Effects of Megamergers on Efficiency and Prices: Evidence from a Bank Profit Function", *Review of Industrial Organization*, 12, págs. 95-139.

Berger, A. y Humphrey, D. (1992). "Megamergers in Banking and the Use of Cost Efficiency as an Antitrust Defense", *Antitrust Bulletin*, 37, págs. 541-600.

Berger, A. N., Hunter, W. C., and Timme, S. (1993). "The Efficiency of Financial Institutions: a Review and Preview of Research Past, Present, and Future", *Journal of Banking and Finance*, 17, págs. 221-249.

Berger, A. y Mester, L. (1997). "Inside the Black Box: What Explains Differences in the Efficiencies of Financial Institutions", *Journal of Banking and Finance*, 21, págs. 895- 947.

Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Progreso Técnico y Social en América Latina. Informe 2005: desencadenar el crédito, cómo ampliar y estabilizar la banca. Parte III, capítulo. 9, págs. 135-145.

Biørn, E. (1999a). "Estimating Regression System From Unbalanced Panel Data: A Stepwise Maximum Likelihood Procedure", Memorandum No 20/99, Department of Economics, University of Oslo.

Bresnahan (1987). "Competition and Collusion in the American automobile oligopoly: the 1955 price war", *Journal of Industrial Economics*, 35, págs. 457-482.

Cetorelli, N. (1999). Competitive Analysis in Banking: Appraisal of Methodologies, *Federal Reserve Bank of Chicago*, Economic Perspectives. First Quarter.

Dermine, J. (1999). The Economics of Bank Mergers in the European Union, a Review of the Public Policy Issues, *INSEAD*, Mimeo.

Estrada, D. y Osorio, P. (2003). Effects of Financial Capital on Colombian Banking Efficiency, *Borradores de Economía*, No. 292, Banco de la República, junio de 2004.

Hughes, J., y Mester, L. (1993). Accounting for the Demand for Financial Capital and Risk-Taking in Bank-Cost Functions", *Federal Reserve Bank of Philadelphia, Economic Research Division Working Paper* 93-17.

Humphrey, D. y Pulley, L. (1997). "Banks' Response to Deregulation: Profits, Technology and Efficiency", *Journal of Money, Credit and Banking* 29(1), págs. 73-93.

Kroszner, R. and Strahan, P. (1999). "What Drives Deregulation? Economics and Politics of the Relaxation of Bank Branching Restrictions", *Quarterly Journal of Economics* 114(4), págs. 1437-1467.

Linder, J. y Crane, D. (1992). "Bank Mergers: Integration and Profitability", Working paper, *Harvard Business School*, Cambridge MA.

Panetta, F. y Focarelli, D. (2004). "Are Mergers Beneficial to Consumers? Evidence from the Italian Markets for Bank

Deposits", *American Economic Review*, forthcoming.

Pilloff, S. (1996). "Performance Changes and Shareholder Wealth Creation Associated with Mergers of Publicly Traded Banking Institutions", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 28.

Pilloff, S. (2004). Bank Merger Activity in the United States, (1994-2003), *Board of Governors of the Federal Reserve System*, Study No. 176.

Rhoades, S. (1986). The Operating Performance of Acquired Firms in Banking Before and After Acquisition, *Board of Governors of the Federal Reserve System*, Staff Economic Studies 149, Washington, D.C.

Rhoades, S. (2000). Bank Mergers and Banking Structure in the United States, (1980-98), *Board of Governors of the Federal Reserve System*, Staff Study No. 174.

Sapienza, P. (2002). "The Effects of Banking Mergers on Loan Contracts", *Journal of Finance*, 57, págs. 329-367.

Savage, D. (1991). Mergers, Branch Closings, and Cost Savings, Working Paper, *Board of Governors of the Federal Reserve System*, Washington, DC.

Shaffer, S. (1993). "Can Megamergers Improve Bank Efficiency?", *Journal of Banking and Finance*, 17, págs. 423-436.

Srinivasan, Aruna (1992). "Are there Cost Savings from Bank Mergers?", *Federal Reserve Bank of Atlanta, Economic Review* 17-28.

El desempeño fiscal de Colombia bajo la tutela del FMI

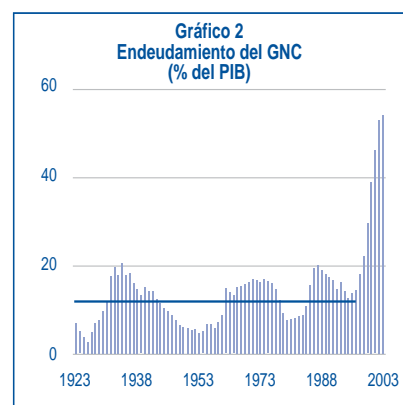
Francisco Mejía Uribe*

A mediados de febrero pasado el Gobierno y el Fondo Monetario Internacional anunciaron los lineamientos para un tercer acuerdo con el ente multilateral. El nuevo acuerdo permitirá a Colombia asegurar un crédito por US\$600 millones y en el cual se establecerán las nuevas metas fiscales, de inflación y de crecimiento económico. El acuerdo, que se firmará en abril del presente año, es el tercero desde 1999 y ofrece un panorama sobre cómo debería comportarse la política fiscal en el período 2005-2006. Al observar las metas fiscales impuestas para 2005 y 2006 es inevitable la tentación de volver atrás y compararlas con lo que se esperaba en 1999. ¿Qué se ha logrado en estos cinco años y cuáles son los retos que aún subsisten en materia fiscal?

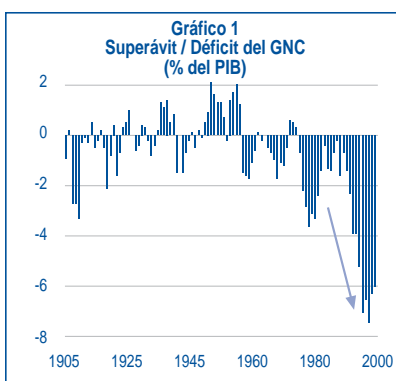
La situación fiscal de Colombia antes de 1999

Históricamente Colombia había sido un país con unas cuentas fisca-

les organizadas, donde años de déficit en las cuentas del gobierno eran seguidos por períodos de superávit que permitían mantener una trayectoria estable de la deuda pública en un nivel promedio de 12% (gráficos 1 y 2). Sin embargo, desde mediados de la década del noventa, la brecha entre los gastos y los ingresos del gobierno comenzó a ampliarse y mientras los gastos del GNC¹ pasaron de representar 9.6% del PIB en 1990 a 20.1% del



Fuente: Confis, Banco de la República.

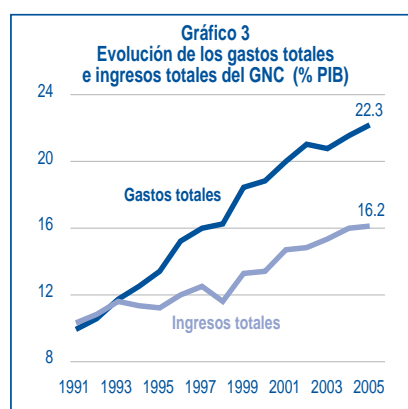


Fuente: Confis, Banco de la República.

PIB en 1999, los ingresos pasaron de 8.5% a 12.5% en el mismo período (gráfico 3). El crecimiento desbordado de los gastos de funcionamiento, que se explica en su mayo-

* Economista de Anif. Las opiniones aquí expresadas son exclusiva responsabilidad del autor y no comprometen la opinión de Anif.

¹ Incluyendo el préstamo neto, la deuda flotante y los ajustes por causación.



Fuente: Confis.

ría por el crecimiento de las transferencias a las regiones y los pagos crecientes de pensiones, sumados a los mayores pagos de intereses, impusieron un ritmo de crecimiento en los gastos totales que contrastó con un crecimiento lento en los ingresos. Esto pese a los esfuerzos de constantes reformas tributarias.

En 1999 la situación era preocupante, el desbalance del GNC se acrecentó como consecuencia del menor crecimiento de los ingresos fruto de la recesión económica.² Adicionalmente, se elevaron los gastos por la crisis del sistema financiero y el terremoto del Eje Cafetero. La deuda

del GNC alcanzó en ese entonces un nivel que ya era alarmante, de 31.6% del PIB, y la deuda pública neta total se situó en 39.8% del PIB.

Fue en este contexto que el gobierno del entonces presidente Andrés Pastrana decidió acudir al FMI con un doble objetivo: asegurarse un crédito preventivo para crisis de balanza de pagos, por valor de US\$2.700 millones, y que con el aval de la entidad el programa de ajuste económico diseñado para el período 2000-2002 fuera percibido como creíble y con metas claras.

¿Qué se esperaba en materia fiscal en el acuerdo de 1999?

El 3 de diciembre de 1999 el Gobierno colombiano envió al Fondo la Carta de Intención del acuerdo a firmarse en la cual se incluían las principales metas de política fiscal, entre otros objetivos, para los años restantes del gobierno Pastrana. El acuerdo se aprobó el 20 de diciembre y se establecieron metas de déficit para el Sector Público Consolidado (SPC) (cuadro 1) que se sustentaban en proyecciones de crecimiento económico, desempeño fiscal, evo-

lución de los precios y comportamiento del mercado externo. De las metas impuestas originalmente, la única que se cumplió fue la programada para 2000, cuando el déficit observado fue de 3.3% del PIB. Las restantes fueron ampliamente sobrepasadas por la realidad al ubicarse en 3.2% y 3.6%. Pese a esto, para efectos estadísticos las metas siempre se cumplieron pues el Fondo, a petición del gobierno y en atención a los cambios en las proyecciones iniciales que sustentaban las metas, las revisó siempre al alza.

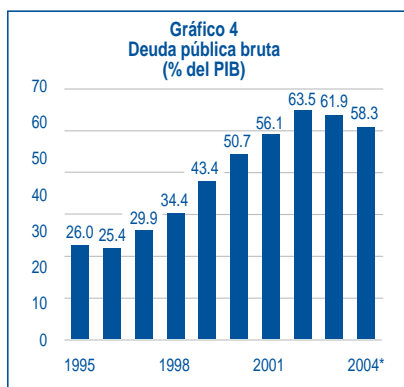
Las metas originalmente establecidas en el primer acuerdo con el FMI no se cumplieron básicamente porque fue imposible para la administración central contener el ritmo de crecimiento de los gastos del GNC: las inflexibilidades en el sistema de transferencias a las regiones, el creciente problema pensional y los mayores pagos de intereses como resultado de una deuda en expansión sentenciaron las pretensiones de ajuste. Para completar el “cóctel explosivo” de las finanzas públicas, los ingresos no reaccionaron como se esperaba ya que las tasas de crecimiento económico proyectadas en ese entonces no se lograron, y, como si esto no fuera suficiente, la pronunciada devaluación del peso en 2002 agravó la situación encareciendo el saldo y el servicio de la deuda externa. Así las cosas, en pleno programa de ajuste la deuda bruta del sector público pasó de 43.4% del PIB en diciembre de 1999 a 63.5% del PIB en diciembre de 2002 (gráfico 4), cuando el programa con el Fondo pretendía que ésta se estabilizara en niveles de 34.0%.

² Los ingresos tributarios del GNC cayeron 0.8% en términos reales. Frente a la proyección de ingresos tributarios que se tenía en 1998, el recaudo de 1999 fue inferior en 2.3% del PIB.

Cuadro 1
Cambio en las metas acordadas con el FMI
(balance del Sector Público Consolidado)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Acuerdo con el FMI (1999)	(3.5)	(2.4)	(1.3)				
Acuerdo Stand by con el FMI (2003)				(2.5)	(2.1)		
Acuerdo Stand by con el FMI (2005)						(2.5)	(2.0)
Revisión 2000	(3.7)						
Revisión 2001		(3.3)					
Revisión 2002			(2.6)				
2a Revisión 2002			(4.1)				
Revisión 2003				(2.8)	(2.5)		
Observado	(3.3)	(3.2)	(3.6)	(2.8)	(1.3)		

Fuente: FMI.



* A septiembre de 2004. Fuente: Banco de la República.

No cabe duda de que el gobierno del presidente Pastrana fue consciente en todo momento de la necesidad de llevar a cabo un ajuste fiscal que permitiera estabilizar los niveles de la deuda pública de forma que éstos fueran sostenibles financieramente y no interfirieran con el desarrollo económico del país. Desafortunadamente, los resultados en materia de crecimiento económico, las inflexibilidades presupuestales y los vaivenes del mercado cambiario pudieron más que las buenas intenciones y la situación fiscal al finalizar 2002, aunque no era caótica, estaba lejos de cumplir con el programa de ajuste planteado a finales de 1999.

El acuerdo Stand by de 2003

Frente al pronunciado deterioro de la situación fiscal con la que se cerró 2002, el Gobierno del recién posesionado Álvaro Uribe decidió acudir de nuevo al FMI con el fin de establecer un plan de ajuste para los años 2003 y 2004. El nuevo programa con el Fondo tenía el claro objetivo de introducir recortes en los gastos del gobierno, aumentar los ingresos tributarios y adelantar todo un programa de reformas estructurales (al sistema de pensiones y modernización del Estado) que permitieran asegurar la sostenibilidad de

las finanzas públicas. Para solventar el incremento en los gastos de seguridad y defensa se estableció el impuesto extraordinario al patrimonio y la sobretasa al impuesto de renta y el 4 x 1.000. Además la reforma tributaria de 2002 amplió la base del IVA y se contaba con que las reformas provenientes de la aprobación del Referendo tendrían un efecto estructural sobre el gasto.

Así las cosas, se establecieron metas de déficit para el SPC de 2.5% del PIB y 2.1% del PIB para 2003 y 2004 (cuadro 1). Estas metas se sustentaban en una reducción del déficit del GNC de 6.5% del PIB en 2002 a 4.5% del PIB en 2003 y 3.9% del PIB en 2004. La deuda pública, que se encontraba en niveles de 57.2% en diciembre de 2002, debería estabilizarse en niveles cercanos a 55% del PIB al finalizar el período del acuerdo.

Resultados en 2003

La meta de déficit de 2.5% del PIB para el SPC en 2003 se estableció bajo el supuesto de que el déficit de 2002 había sido 4.0% del PIB, lo que suponía un ajuste de 1.5% del PIB en 2003. El déficit observado para 2002 fue inferior en 0.4 puntos del PIB, lo que redujo las exigencias de ajuste en 2003 que ahora sólo tendrían que ser de 1.1% del PIB. Más aún, el crecimiento esperado del PIB en 2003 en el momento en que se firmó el acuerdo era de 2.0% y el crecimiento observado al finalizar 2003 fue de 3.84%. Las condiciones estaban dadas para que la meta se cumpliera sin mayor problema e incluso se superara. Sin embargo, ésta no se cum-

plió y se amplió a 2.8% del PIB en enero de 2004.

De nuevo, el responsable del incumplimiento de la meta original de 2003 fue el desbalance del GNC, el cual se estimó en 4.5% del PIB y cerró el año en 5.4% del PIB. Pese a la aprobación de la reforma tributaria de diciembre de 2002 y al mayor dinamismo de la economía, el resultado

El responsable del incumplimiento de la meta original de 2003 fue el desbalance del GNC, el cual se estimó en 4.5% del PIB y cerró el año en 5.4% del PIB.

observado de ingresos totales del GNC fue inferior en \$750 miles de millones a lo que se planteó en el Plan Financiero 2003 y que era consistente con la meta de 2.5%. Sorprende que con un crecimiento económico observado en 2003 superior en 1.84 puntos porcentuales al proyectado inicialmente, el recaudo tributario a final de año hubiera sido inferior en \$651 miles de millones al estimado.

Pero no sólo el crecimiento de los ingresos fue inferior al estimado, sino que el crecimiento de los gastos sobrepasó ampliamente lo que se esperaba en el Plan Financiero 2003. Los gastos totales de 2003 fueron superiores en \$951 miles de millones a la proyección de gasto que era consistente con el déficit acordado con el FMI.

Resultados en 2004

En la segunda revisión del acuerdo *Stand by* realizada en enero de

2004, la meta para ese año fue igualmente corregida al alza de 2.1% del PIB a 2.5% del PIB. Sin embargo, el resultado observado a finales de 2004 fue ampliamente inferior a la meta de 2.5% del PIB y se ubicó en 1.3% del PIB. Esta excelente noticia en términos de ajuste fiscal tiene sus inconvenientes: en primer lugar el resultado de 2004 se debió a fenómenos de coyuntura como los altos precios del petróleo, la apreciación de la tasa de cambio y la baja ejecución presupuestal de los gobiernos

Gobierno y el FMI ya dieron a conocer algunos de los lineamientos que estarán presentes en dicho acuerdo. Las metas de déficit del SPC son de 2.5% del PIB y 2.0% del PIB, lo que indica que de cumplirse este nuevo plan de ajuste, para el año 2005 estaríamos en los niveles de déficit que se esperaba el país debía haber alcanzado en 2001 y retrocederíamos frente a lo observado en 2004 (cuadro 1).

La experiencia de los acuerdos anteriores y sus resultados posteriores indican que hay principalmente

tres amenazas (en orden de importancia) para que las nuevas metas no se cumplan: la subestimación de los desbalances del GNC, la volatilidad del mercado cambiario y el desempeño del crecimiento económico.

Esta vez el Gobierno ha sido de entrada pesimista fren-


te al panorama del GNC en 2005, proyectando un déficit de 6.1% del PIB (la meta de 2.5% es consistente con este escenario), y resulta difícil ver cómo logrará el gobierno mejorar la situación del GNC de cara a 2006, más si tenemos en cuenta las declaraciones recientes del gobierno que insisten en que no se tiene proyectada una nueva reforma tributaria en 2005.

En 2005 el mercado cambiario no parece ser mayor problema para lograr las metas establecidas, pues las perspectivas de devaluación son bajas y cercanas a cero en términos reales. Sin embargo, el comportamiento de esta variable en 2006 puede ser completamente diferente si se tiene en cuenta que muy posiblemente estemos en un escenario de mayores tasas de interés en las economías desarrolladas.

Desde la perspectiva del crecimiento económico, los anuncios del gobierno y el FMI suponen tasas de crecimiento de 4% anual para ambos años. El consenso de analistas espera un crecimiento ligeramente inferior a esta meta para 2005, pero acorde con la meta en 2006. El crecimiento económico, por ahora, no parece ser entonces mayor impedimento para el cumplimiento de las nuevas metas.

Conclusiones

Sin lugar a dudas, contar con el respaldo del FMI ha sido un factor determinante para que el país haya logrado salir de la crisis de finales de los años noventa y sería necio negar que para los mercados contar con el aval de la entidad es una prueba de garantía. Sin embargo, en materia fiscal los resultados de la vigilancia del FMI han sido menos exitosos y hay que decir que el ajuste fiscal, en particular en el Gobierno Central, se ha aplazado y se sigue aplazando según los supuestos del nuevo acuerdo.

Si hay algo evidente de la revisión de las metas y los resultados fiscales desde 2000 es que el país tiene un claro problema en las finanzas del GNC, que lejos de haberse empezado a solucionar se ha ido ampliando en el transcurso de la década. El problema está diagnosticado: las inflexibilidades presupuestales de las transferencias a las regiones y el problema pensional han impuesto un ritmo de crecimiento a los gastos del GNC que no se puede solucionar con recortes en otros rubros ni se puede cubrir con reformas tributarias parciales que, como se demostró en el último intento fallido del gobierno, ya sienten el desgaste político de once reformas en quince años. Una reforma estructural que ataque decididamente estos problemas es una necesidad. 

El país tiene un claro problema en las finanzas del GNC, que lejos de haberse empezado a solucionar se ha ido ampliando en el transcurso de la década.

departamentales y locales. Y en segundo lugar, el problema de desbalance del Gobierno Central persiste, con un déficit observado de 5.5% del PIB y un déficit primario (antes del pago de intereses) de 1.4% del PIB.

El buen desempeño fiscal de 2004, que elevó el superávit primario del sector público a 3.2% del PIB, y el efecto positivo de la revaluación permitieron que se redujera el saldo de la deuda pública bruta de 61.9% del PIB a 58.3% del PIB entre diciembre de 2003 y septiembre de 2004.

¿Qué se espera para 2005 y 2006?

Aunque el nuevo acuerdo *Standby* que establece las metas fiscales para 2005 y 2006 no se ha firmado aún, el

Límites al crecimiento en Colombia

Pedro Cerdán-Infantes*
Tania Hernández*
Nuno Santos*

Introducción

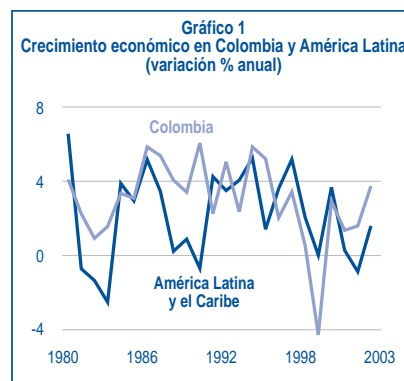
El crecimiento económico de Colombia en las últimas dos décadas ha sido decepcionante. A pesar de crecer a un ritmo más rápido que otros países latinoamericanos, ha estado lejos de algunos industrializados y otros emergentes. El Producto Interno Bruto (PIB) per cápita en Colombia en 2003 (a precios constantes de 1995) fue 24% más alto que en 1980, mientras que el PIB per cápita del mundo se incrementó 32% y el de Estados Unidos 55%.

Colombia, al igual que otros países de América Latina, llevó a cabo importantes reformas económicas e institucionales con el objetivo de fomentar el crecimiento económico aunque, al igual que en otros países, los resultados fueron decepcionantes. En el gráfico 1 se observa que el crecimiento de la economía colombiana ha sido generalmente más alto que la media de América Latina desde 1980, con una notable excepción: la recesión del período 1998-1999 después de la crisis financiera inter-

nacional de 1997, que fue mucho más severa en Colombia que en el resto de economías latinoamericanas.

Más interesante y preocupante es el ritmo de recuperación de la economía colombiana después de la recesión. Colombia no ha visto la tasa de crecimiento que esperaríamos después de una recesión tan importante. El porqué de esta lenta recuperación es una pregunta importante y complicada. En este trabajo intentamos diagnosticar qué está restringiendo el crecimiento de la economía colombiana, y proponemos posibles soluciones.

Para encontrar soluciones para promover el crecimiento económico en Colombia utilizamos una metodología desarrollada por tres economistas de la Kennedy School of Government de la Universidad de Harvard¹ para diagnosticar los problemas de crecimiento de países. Ésta se fundamenta en volver a principios básicos de la teoría del crecimiento, en la que éste depende de la acumulación de factores de producción (inversión en capital físico y humano, infraestructuras),



Fuente: World Development Indicators.

y de mejoras en productividad (mejoras tecnológicas o descubrimiento de nuevos procesos productivos).

Examinando cada uno de estos factores se busca identificar aquellos que actualmente presentan la limitación más importante para el crecimiento del país. Además de la inversión en capital físico y humano y la producti-

* John F. Kennedy School of Government, Harvard University.

¹ Más detalles sobre metodología en Hausmann, Velasco y Rodrik (2004), «Growth Diagnostics.»

vidad, se considera el concepto de *apropiabilidad*, definido como la diferencia entre el retorno social a la inversión y el retorno privado. Por ejemplo, en un entorno de inseguridad política o riesgo macroeconómico se reduce la probabilidad de que el inversionista consiga apropiarse de los beneficios de su inversión, resultando en una inversión subóptima.

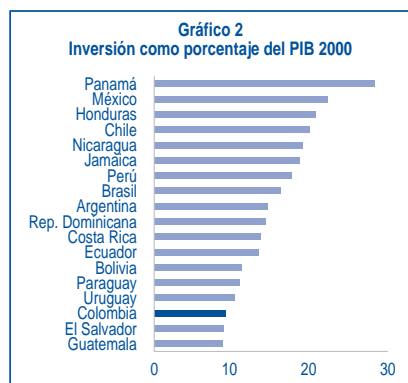
Esta metodología permite enfocar los esfuerzos del gobierno en políticas que tendrían el efecto más importante sobre el crecimiento económico, con lo que se puede utilizar el coste político de reformas económicas en las que mayor impacto tendrán en la economía.

1. ¿Cuál es la principal restricción al crecimiento de Colombia?

a) ¿Es la falta de factores de producción?

Inversión

La inversión en Colombia, 9% del PIB, es una de las más bajas de América Latina (ver gráfico 2). De hecho, sólo dos países, El Salvador y Guatemala, cuentan con una tasa de inversión más baja que Colombia. Además, ésta ha descendido paulatinamente en los últimos años. En 1995, antes de la crisis del período 1998-1999, la tasa de inversión en Colombia se situaba en la media de América



Fuente: World Penn Tables.

Latina. Sin embargo, después de la crisis las tasas no se han recuperado y Colombia sigue invirtiendo poco. Asimismo, la inversión extranjera directa en Colombia, de las más bajas de América Latina, ha seguido los pasos de la inversión total, reduciéndose paulatinamente desde más del 5% del PIB en 1997 a 2.7% en la actualidad.

¿Se debe esta baja tasa de inversión a limitaciones en el acceso a capital, o es un problema de demanda de capital en el que las empresas no encuentran inversiones productivas? Si las empresas demandaran más capital que el disponible, este exceso de demanda debería verse reflejado en un alto precio del capital, es decir, una tasa de interés muy alta. Sin embargo, como vemos en el gráfico 3, la tasa de interés de los préstamos en Colombia es baja comparada con otros países latinoamericanos. Es decir, no hay evidencia de exceso de demanda de capital, o dicho en otras palabras, la inversión es baja porque los inversionistas no quieren invertir en Colombia, no porque no puedan. De hecho, la inversión y las tasas de interés han bajado juntas en los últimos años, lo que podemos tomar



Fuente: World Development Indicators.

como evidencia de que el acceso a capital no está limitando el crecimiento en Colombia.

Inversión en capital humano

A pesar de la mejora en el nivel educativo de los colombianos en los últimos años, éste es todavía bajo en comparación con otros países latinoamericanos (gráfico 4). Los ocho años de educación media de los colombianos están cerca de la media de América Latina, aunque por debajo de países como Argentina, Chile o México. Sin

Cuadro 1
Inversión como porcentaje del PIB, 1995 - 2000

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Colombia	15.4	14.7	14.0	12.8	8.1	9.1
Media América Latina	15.6	15.2	16.1	17.2	16.1	15.8

Fuente: World Penn Tables.

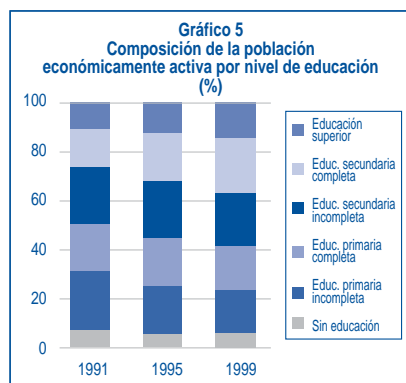
Cuadro 2
Tasas de interés nominales en Colombia y América Latina, 1995 - 2003

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Colombia	42.7	42.0	34.2	42.2	25.8	18.8	20.7	16.3	15.2
América Latina									
Media	38.7	34.9	32.3	33.7	29.1	26.1	25.4	32.1	23.4

Fuente: World Development Indicators.



Fuente: IADB IPES (2004).



Fuente: IADB IPES (2004).

embargo, durante la década del noventa Colombia mejoró su inversión en capital humano (gráfico 5). El porcentaje de trabajadores con educación secundaria se incrementó de 39.1% en 1990 a 44% en 1999, mientras que el porcentaje de trabajadores con educación terciaria (universidad o más) pasó de 10.6% a 14.5% de la población activa. Por tanto, es importante considerar el bajo nivel educativo de la población como una posible limitación al crecimiento económico del país.

Al igual que en el análisis de la inversión en capital fijo en Colombia, en este caso esta limitación en la disponibilidad de trabajadores cualificados debería verse reflejada en salarios muy altos para ellos, ya que éstos últimos muestran la disponibilidad que tienen las empresas de pagar por contar con este factor de producción. Sin embargo, como podemos ver en el gráfico 6, el retorno a la educación, medida como el incremento esperado en el salario por

completar educación secundaria o terciaria², es baja, sobretudo para educación secundaria. Al completar su educación secundaria un trabajador puede esperar un salario 8% más alto, mientras que en Brasil esta diferencia sería de casi 14%. Para educación superior, la diferencia es más alta, con un incremento esperado de 20%, de las más altas de América Latina. Por lo tanto, al parecer en Colombia hay una demanda alta por trabajadores con educación superior. Sin embargo, la proporción de trabajadores que han completado educación superior es demasiado baja para creer que ésta sea la limitación principal al crecimiento económico de Colombia.

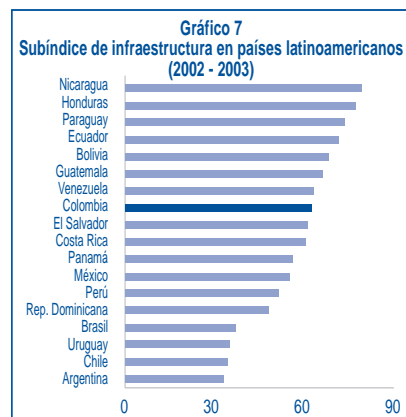
En conclusión, aunque los niveles educativos de la población colombiana son bajos en comparación con América Latina, los retornos a la educación no son suficientemente altos para considerar el bajo nivel de capital humano como la restricción más importante a su crecimiento económico.

b) ¿Es un problema la inadecuada oferta de infraestructura?

Para determinar si la infraestructura en Colombia es adecuada para el desarrollo de la actividad económica, comparamos su índice general

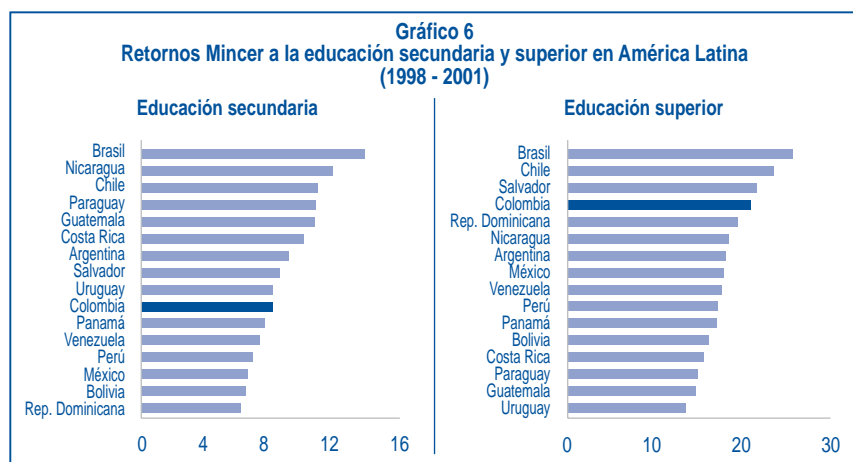
de infraestructura, entregado por el Forum Mundial Económico, con el del resto de los países latinoamericanos (gráfico 7). Se observa que la posición de Colombia es el número 62 sobre un total de 82 países, con un índice relativamente bajo respecto de América Latina.

Sin embargo, la influencia de la infraestructura existente sobre las actividades económicas se revela principalmente a través del transpor-



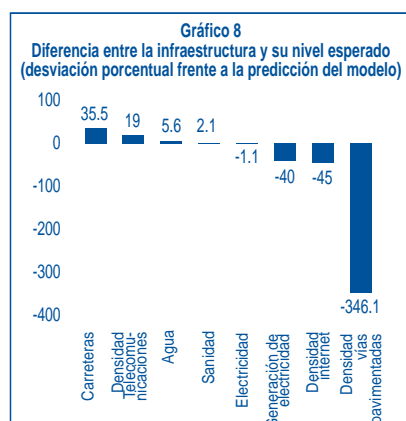
Fuente: Informe Global de Tecnologías de la Información (2002 - 2003). Ranking sobre 82 países.

² Resultados basados en regresiones tipo Mincer, en las que la variable dependiente es el salario, y como variables independientes se introducen la edad, sexo, experiencia, sector de empleo y niveles educativos.



Nota: los retornos a la educación secundaria representan el retorno porcentual por año de educación con respecto a la educación primaria, dado que la educación secundaria está completa. Los retornos a la educación terciaria representan el retorno porcentual por año de educación con respecto a la educación secundaria, dado que la educación terciaria está completa. Fuente: IADB IPES (2004).

te, la electricidad y las telecomunicaciones. En el gráfico 8 presentamos la estimación del Banco Mundial de la diferencia entre la infraestructura existente en Colombia y la infraestructura que debería tener un país con sus características. Así, observamos que en transporte (densidad de carreteras), electricidad y telecomunicaciones, Colombia tiene los niveles esperados de infraestructura, lo que parece indicar que el nivel de infraestructuras, aunque mejorable, no está limitando el crecimiento económico en nuestro país.³



Fuente: "Colombia: Recent Economic Developments in Infrastructure", World Bank (2004).

c) ¿Es la apropiabilidad de las inversiones el problema de Colombia?

Si la disponibilidad de factores de producción no parece estar limitando el crecimiento económico en Colombia, examinamos ahora si el problema es la apropiabilidad de las inversiones. Como mencionamos anteriormente, definimos apropiabilidad como la diferencia entre el retorno esperado de una inversión y lo que el inversionista espera recuperar. Los tres factores más claros que afectan el retorno esperado de la inversión son el sistema impositivo, los riesgos macroeconómicos (déficit fiscales y posibilidad de crisis económica) y los riesgos microeconómicos (corrupción o crimen).

Sistema impositivo

Existen tres canales principales en los que el sistema impositivo puede presentar un obstáculo para el crecimiento económico: el nivel de imposición, la impredecibilidad de los impuestos y la complejidad e ineficiencia de la estructura impositiva.

En cuanto a la estructura impositiva, Colombia se destaca en América Latina por sus altos niveles de tarifas (cuadro 3). Por ejemplo, cuenta con la tasa más alta de impuesto de renta de sociedades en América Latina, 38.5%. Un impuesto de sociedades tan alto es un problema para estimular la creación de empresas y la inversión, tanto la nacional como la inversión directa extranjera.⁴

Si los efectos del tipo impositivo son tan negativos, cabe preguntarse por qué Colombia cuenta con la tasa más alta de América Latina. La razón es el reciente incremento en el gasto público y la ausencia de una base impositiva lo suficientemente amplia para compensar este incremento con pequeños aumentos en las tasas. Así pues, la combinación de altas tasas y estrechas bases impositivas (la más baja de América Latina) resulta en una estructura impositiva ineficiente y que crea grandes distorsiones en las decisiones de inversión de las empresas. Dado que el impuesto de renta de sociedad es la fuente de recaudo más importante del gobierno con 80% en el total, estas distorsiones son potencialmente muy importantes para Colombia. El problema es similar para el IVA y el impuesto sobre la renta personal (cuadro 3), resultando en una productividad muy baja del impuesto (medida como recaudo del impuesto sobre el PIB).

Además de las altas tasas impositivas, las contribuciones a la seguridad social son de las más altas de América Latina. Además, Colombia cuenta con una de las peores calificaciones de América Latina en indicadores de "peso fiscal" de la Heritage Foundation (que analiza tasas impositivas).

³ Ver "Colombia: Recent Economic Developments in Infrastructure", World Bank (2004), para una descripción detallada del estado de las infraestructuras en Colombia.

⁴ Ver Gordon y Lee (2004), "Tax Structure and Economic growth".

Cuadro 3
Tasas de IVA e impuesto a la renta en América Latina

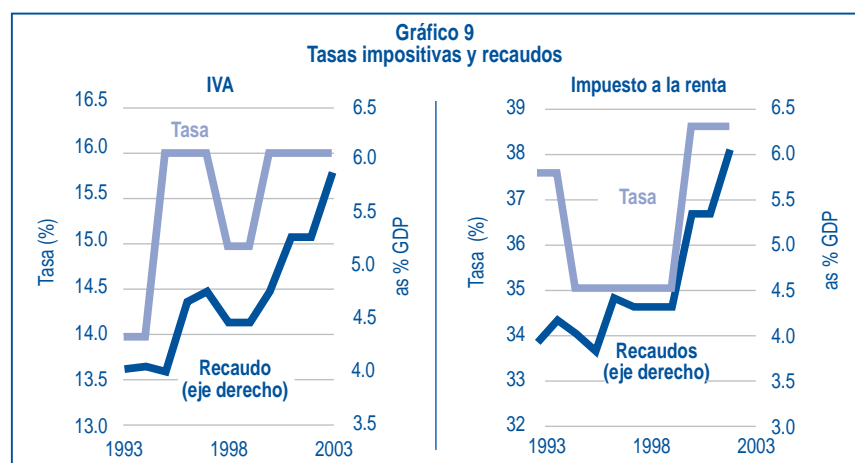
País	Impuesto al valor agregado		Impuesto a la renta (personas)		Impuesto a la renta (empresas)
	tasa principal	número de tasas	tasa más baja	tasa más alta	
Argentina	21	3	6	35	35
Bolivia	13	1	13	13	25
Brasil	11	3	15	27.5	34
Chile	18	1	5	45	16.5
Colombia	16	9	22	38.5	38.5
Costa Rica	13	1	10	25	36
Ecuador	10	1	5	25	36.25
México	15	2	3	32	34
Perú	18	1	15	30	27
Uruguay	23	2	30	30	35

Fuente: World Bank, "Colombia Public Expenditure Review", 2002.

Cuadro 4
Reformas tributarias más importantes en Colombia en la década del noventa

Año	Ley/Decreto	Descripción oficial
1990	Ley 49	Reorientar la estructura impositiva debido a la apertura comercial
1992	Ley 6a	Asegurar balance de mediano plazo en las cuentas fiscales
1994	Ley 174	Reforma al Sistema de Aranceles Aduaneros
1995	Ley 223	Racionalización de impuestos
1997	Ley 383	Lucha contra la evasión de impuestos
1998	Ley 488	Reducción del déficit fiscal
1998	Decreto 2331	Impuesto a transacciones financieras
2000	Ley 633	Reforma impositiva
2002	Ley 788	Reforma impositiva
2003	Ley 863	Reforma impositiva

Fuente: Misión del Ingreso Público (2002).



Fuente: FMI, Dian.

sitivas y cambios en gasto público como porcentaje del PIB), sólo por encima de Cuba, Venezuela y Barbados.

Segundo, el sistema impositivo colombiano es altamente impredecible, con numerosas reformas en los últimos años (cuadro 4). Estas reformas no sólo consisten en cambios estructurales de la administración de los impuestos, sino que con frecuencia incluyen cambios en tipos impositivos introducen nuevos impuestos (ver gráfico 9 para la evolución de los tipos impositivos del IVA e impuesto de renta desde 1990).

Por último, el sistema impositivo colombiano es complejo e incorpora numerosas deducciones y exencio-

nes. Por ejemplo, con nueve tipos impositivos para el IVA, Colombia cuenta con el mayor número de tasas diferentes en América Latina, y el costo de las exenciones ha sido calculado por el Banco Mundial en cerca de 7% del PIB (4.7% sólo en el IVA).

Riesgos macroeconómicos

Los posibles riesgos macroeconómicos de Colombia son i) la sostenibilidad de la deuda pública por el déficit fiscal de la segunda mitad de los años noventa, ii) la salud del sector financiero, iii) la sostenibilidad de la cuenta corriente y, por último, iv) la inflación. En general, los desequili-

brios macroeconómicos generan un riesgo de crisis monetaria o fiscal, y presentan un riesgo para los inversionistas del país. Sin embargo, la política monetaria conservadora del Banco de la República, combinada con el tipo de cambio flexible y la estabilización del sector financiero después de la crisis de 1998, han reducido estos riesgos significativamente.

El principal riesgo macroeconómico en Colombia es el riesgo de crisis fiscal. En efecto, el déficit fiscal de la segunda mitad de los años noventa, y sobre todo después de la crisis de 1998, ha resultado en la acumulación de deuda pública y pagos de intereses, lo que empeora la situación fiscal, los ratings de la deuda del país y así el coste de su financiación, incrementando el riesgo macroeconómico.

Esta situación macroeconómica se ve reflejada en la clasificación del “entorno macro” incluido en el Informe de Competitividad Global⁵ 2003-2004, en el que Colombia se posicionó en el número 66 de 102 países, y 8 en el grupo de 19 países latinoamericanos. Así, Colombia presenta un riesgo macroeconómico moderado, debido al problema de la sostenibilidad de la deuda pública, lo que puede presentar un obstáculo para el crecimiento económico.

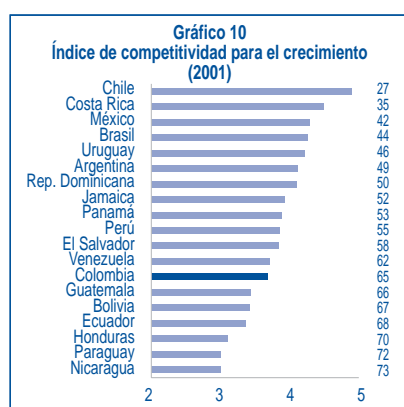
Factores microeconómicos de apropiabilidad

El Informe de Competitividad Global, publicado por el Forum Económico Mundial, presenta el Índice de Competitividad para el vencimiento, un índice que mide la competitividad de una serie de economías en el mundo a partir de la combinación de la información proveniente

⁵ Para una descripción detallada de los índices, ver *The Global Competitiveness Report 2004*, o *IPES 2001: The Business of Growth*, IADB 2001, capítulo 1.

de encuestas a empresarios en cada país y de datos tales como indicadores macroeconómicos, de calidad institucional, y de innovación tecnológica. Según este índice, Colombia está posicionado en un lugar bastante bajo en comparación con la mayoría de los demás países latinoamericanos, como puede apreciarse en el gráfico 10, así como en comparación con el resto del mundo, ya que está en la posición número 65 de 75 países evaluados. Éste es un claro indicador de que la competitividad y el dinamismo son un problema en Colombia.

La Heritage Foundation también posiciona negativamente a Colombia en términos de su índice de libertad económica. En 2004, Colombia esta-

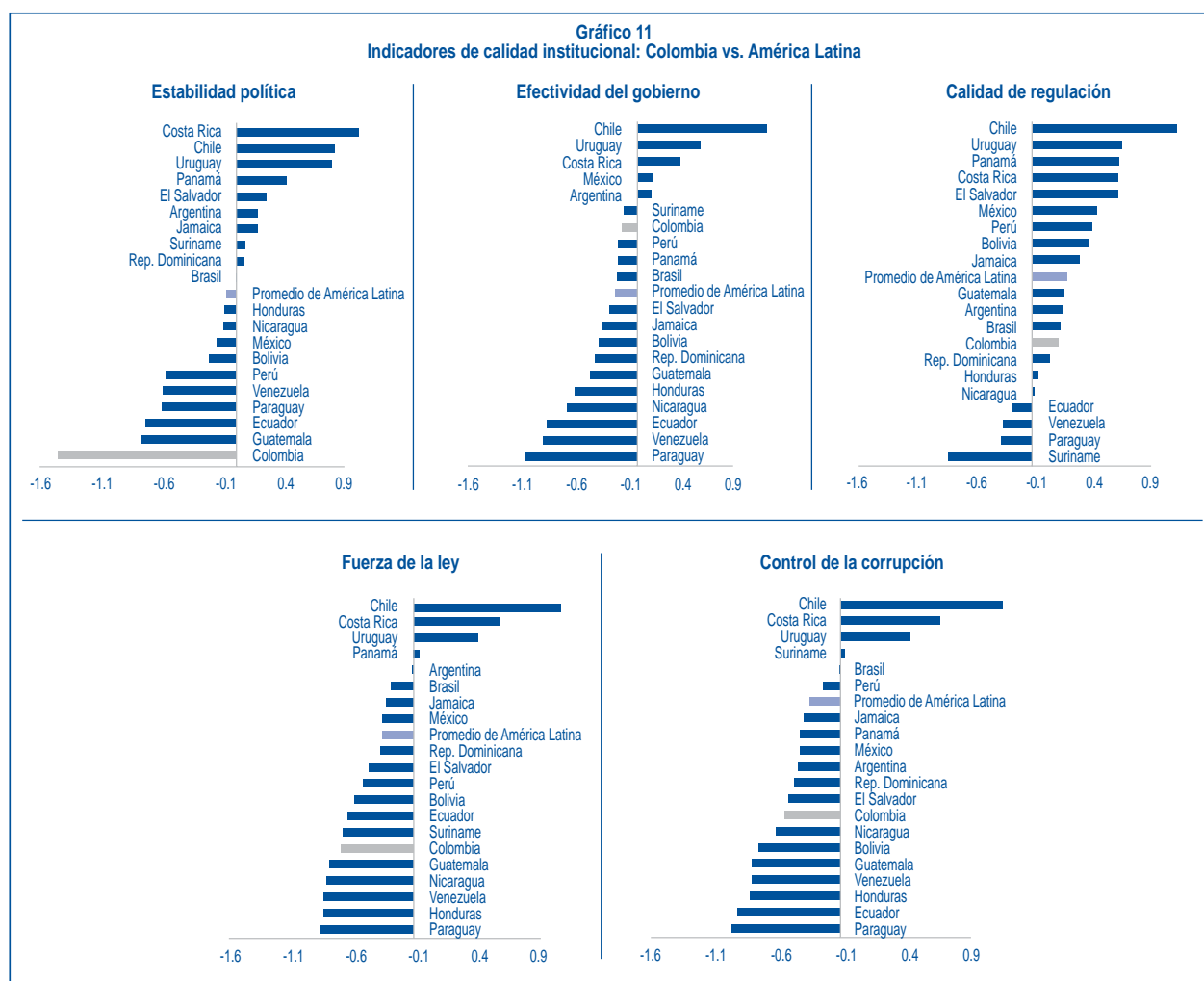


Fuente: World Economic Forum (2001).

ba en la posición 83 en el mundo, y era número 15 de 26 países de América Latina y el Caribe. De acuerdo a la clasificación de esta fundación, la

protección a los derechos de propiedad en Colombia es baja, debido a “un sistema judicial ineficiente, una corrupción propagada, la posibilidad de expropiaciones y a la influencia de distintas ramas del gobierno sobre el poder judicial”.

Otra clasificación interesante entregada por la Heritage Foundation es sobre la “calidad regulatoria” en el país, la cual abarca medidas de dificultad para establecer un nuevo negocio, corrupción dentro de la burocracia y leyes laborales y otras regulaciones que imponen una carga sobre las empresas. Colombia tampoco tiene una buena posición relativa a sus pares latinoamericanos dentro de esta categoría, con un nivel modera-

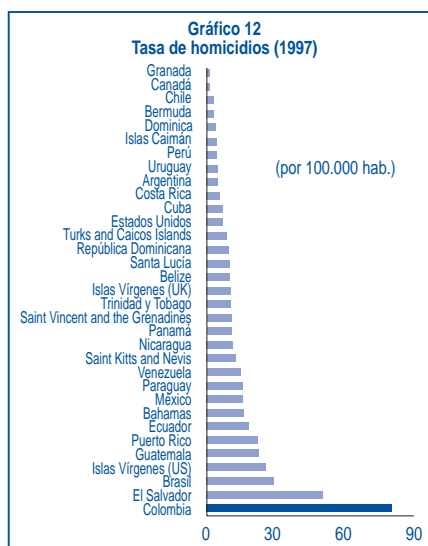


Fuente: Kaufmann et al. (2002), World Bank Institute.

do de calidad regulatoria. Esto se debe a “complicados procedimientos de licencias, una sustancial carga regulatoria sobre las empresas, regulaciones existentes que pueden ser aplicadas descuidadamente y, en algunas instancias, que ni siquiera son publicadas por el gobierno, y actividades corruptas que pueden estar presentes pero que sin embargo imponen una carga menor a los negocios”.

Los indicadores de calidad institucional presentados por Daniel Kaufmann y otros, del Banco Mundial⁶, entregan información respecto a la estabilidad política, efectividad del gobierno, calidad regulatoria, fuerza de la ley y control de la corrupción en distintos países (gráfico 11). Tomando en consideración los índices promedio entre los años 1996 y 2002, Colombia ha tenido un rendimiento muy deficiente en términos de estabilidad política, así como un rendimiento por debajo del promedio latinoamericano en lo que respecta a fuerza de la ley, calidad regulatoria y control de la corrupción. La efectividad del gobierno colombiano es el único aspecto en el que el país está por encima del promedio latinoamericano. Esta situación no es muy esperanzadora, especialmente si se toma en consideración que en todos los aspectos mencionados el rendimiento de Colombia ha decaído en el tiempo desde 1996. Además, Colombia tiene un rendimiento inferior al promedio mundial en todos los indicadores, excepto en calidad de la regulación.

La grave situación en términos de conflicto y crimen en que se encuentra Colombia es un factor que aumenta fuertemente los riesgos de actividad económica en el país, y por ende afecta negativamente el clima de negocios. Los datos reflejan esta situación: la frecuencia de secuestros se incrementó exponencialmente en Colombia durante la década del ochenta y del noventa,



Fuente: Organización Panamericana de Salud, datos regionales de salud (1997).

desde 258 casos en 1985 a 3.700 casos en 2000, lo que la convirtió en el país con mayor número de secuestros en el mundo. Asimismo, en 1997 el país presentaba la mayor frecuencia de homicidios de América Latina, según la Organización Panamericana de Salud (ver gráfico 12). A pesar de los intensos esfuerzos de la administración del presidente Uribe para poner fin a las actividades insurgentes, terroristas y de tráfico de drogas, el país aún se encuentra en una de las peores posiciones relativas en comparación con América Latina e incluso con el resto del mundo. Esto revela que aunque la percepción interna de la situación criminal haya mejorado, la reputación general del país para inversionistas internacionales no parece haberse visto afectada.

d) Productividad e innovación

El crecimiento promedio de la productividad total de factores (PTF) en Colombia, medida a través de modelos de contabilidad de crecimiento, fue negativa durante los años noventa (gráfico 13).⁷ Esto indica que el crecimiento de la economía

fue menor que su acumulación de factores productivos. Aunque este fenómeno se replica en el conjunto de países en vía de desarrollo⁸, el decrecimiento de la PTF fue mayor para los países latinoamericanos, y mayor aun para Colombia. Sin embargo, vale decir que el crecimiento de la PTF no provee información específica respecto de las razones por las que distintos países tienen diferencias de productividad.

El gráfico 14 presenta el índice de desarrollo tecnológico para países de América Latina. Este índice incluye información proveniente de encuestas sobre la calidad del ambiente para la innovación, la capacidad de recibir tecnología internacional y de exportar bienes con contenido tecnológico y el grado de asimilación de nuevas tecnologías de información y telecomunicaciones. En este contexto Colombia tiene un indicador similar al promedio latinoamericano, aunque esta posición

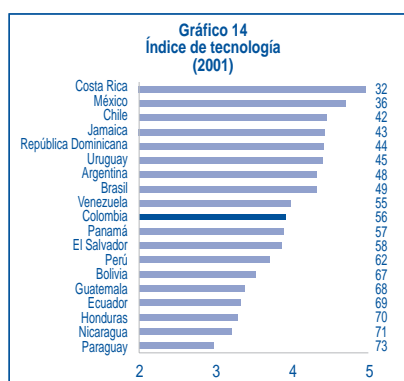


Fuente: IADB, IPES (2001).

⁶ “Proyecto de investigación de Daniel Kaufmann, Aart Kraay y Massimo Mastruzzi”, en Governance Matters III: Governance Indicators for 1996-2002. El índice varía entre -2.5 y 2.5, en que mayores índices representan mejores resultados de gobierno.

⁷ La PTF se mide como un determinante residual del crecimiento después de controlar por la acumulación de factores de trabajo y capital físico.

⁸ Ver IPES 2001: *The Business of Growth*, IADB 2001, capítulo 1.



Fuente: Forum Económico Mundial (2001).

es deficiente en comparación con el resto de los países en la muestra, ya que se encuentra en el lugar 56 de 75 países. Las condiciones para el desarrollo de nuevas ideas y tecnologías no parece ser favorable, lo que a su vez perjudica las actividades de innovación en Colombia.

Los bajos niveles de inversión extranjera directa y la composición de las exportaciones colombianas también son indicadores de una limitada actividad de diversificación e innovación. En efecto, la composición de las exportaciones, altamente concentrada en sectores tradicionales tales como el petróleo y el café, también indican una limitada innovación en el sector exportador.

2. ¿Cuál de los factores anteriores se constituye en la principal restricción al crecimiento?

Todos los factores analizados en la sección anterior están interrelacionados, y, en nuestra opinión, tienen como principal origen la restricción a la apropiabilidad de ingresos. Ésta provendría en particular de un sistema impositivo ineficiente, con impuestos altos, complejos e impredecibles, además de tasas de criminalidad y de corrupción altas y una inadecuada protección a los derechos de propiedad.

Nuestro principal argumento es que el país se encuentra en una posi-

ción deficiente en la mayoría de las medidas de apropiabilidad, lo cual a su vez lo está perjudicando en otros aspectos tales como su bajo nivel de innovación, de inversión en general e inversión privada en infraestructura en particular. Demás está decir que el concepto de apropiabilidad es bastante amplio, especialmente dado el limitado capital político con que cuentan las autoridades en su actuar. En este sentido, sugerimos dar prioridad a una reforma al sistema impositivo, combinado con un paquete de reformas enfocadas a la reducción de la corrupción y a la protección de los derechos de propiedad.

La ineficiencia del sistema impositivo colombiano no sólo es un agravante del déficit fiscal actual, sino que además es una fuente de incertidumbre y volatilidad dada la alta frecuencia de cambios que ha sufrido. Asimismo, el sistema de impuestos presenta tasas marginales excesivamente altas y una estrecha base, lo que crea amplias distorsiones en la economía. Por lo demás, una política fiscal impredecible ha creado incertidumbre respecto de la apropiabilidad de los retornos a la inversión. El perfeccionamiento del sistema impositivo, a través de la aplicación de un sistema permanente simple con tasas marginales más bajas y una base más amplia, con pocas y limitadas exenciones, incrementaría fuertemente los incentivos para invertir en el país, y debería ser, por ende, una prioridad en la estrategia pro crecimiento del país.

Los beneficios provenientes de la simplificación del sistema im-

positivo serían mayores si se acompañan con una reducción en la corrupción y el desarrollo de la protección a los derechos de propiedad, los cuales incrementarían la confianza en el país a través de un mejor clima para los negocios. Desde luego, un aspecto esencial que no está incluido en esta propuesta es el combate a la violencia reinante en el país, debido principalmente a facciones paramilitares y narcotraficantes. Este aspecto no es sencillo de eliminar en el corto plazo. Sin embargo, pensamos

En este sentido, sugerimos dar prioridad a una reforma al sistema impositivo, combinado con un paquete de reformas enfocadas a la reducción de la corrupción y a la protección de los derechos de propiedad.

que las medidas impulsadas por el actual presidente en el combate a la violencia en el país han empezado a dar resultados y, esencialmente, le han proveído de un fuerte capital político que puede ser utilizado en la profundización de acciones en pro de la anticorrupción y la protección de los derechos de propiedad.

El principal efecto de segundo orden que tendría el paquete de reformas propuesto sería el riesgo de un deterioro de las cuentas fiscales debido a menores tasas de impuesto. La situación fiscal, aunque no es gravemente preocupante, tampoco es holgada, debido esencialmente a mayores deudas. Para evitar tales problemas, la reforma al sistema impositivo debe ser bien planeada, de manera que pueda asegurar una base más amplia y reducir significativamente la evasión. **ANIF**

Treinta años de ciclos crediticios y represión financiera:

el papel de los flujos externos de capitales

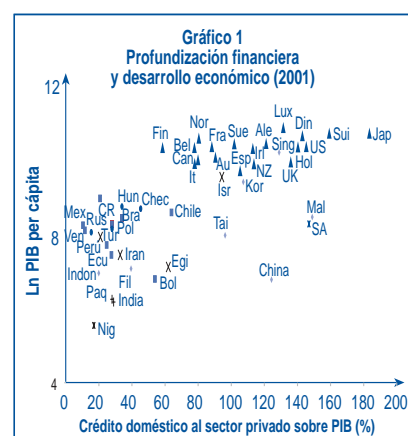
Leonardo Villar Gómez
David M. Salamanca Rojas
Andrés Murcia Pabón

I. Introducción

Múltiples estudios han documentado una relación positiva entre los niveles de profundidad de los mercados financieros y el crecimiento de las economías. Independientemente de las dificultades que existen para identificar las líneas de causalidad entre esas variables, la existencia de dicha relación es fácilmente verificable en los datos. El gráfico 1 muestra que para el año 2001 los países con mayor ingreso per cápita son también aquellos que tienen un indicador más alto de crédito doméstico al sector privado con respecto al PIB. En términos de este indicador, Colombia se encuentra bastante rezagada frente a los países desarrollados y frente a economías en desarrollo exitosas. El indicador colombiano se ubica en 25% del PIB, frente a 97% del PIB en

Tailandia, 125% del PIB en China y casi 150% del PIB en Malasia y en Suráfrica. Incluso en América Latina, Bolivia, Brasil y Chile tienen indicadores de desarrollo financiero muy superiores al colombiano. En el caso chileno, el indicador es 65%, dos y media veces superior al nuestro.

Desafortunadamente, la situación no ha mejorado para Colombia en los últimos treinta años. En 1974 se inició un proceso encaminado a liberalizar la actividad financiera, la cual había estado fuertemente reprimida durante las dos décadas precedentes. A partir de ese momento, sin embargo, el grado de profundización financiera del país no ha manifestado una tendencia sostenida en ninguna dirección. Los períodos de auge han sido sucedidos sistemáticamente por contracciones de magnitud similar y para fines del año 2003 se ubicaba por debajo de sus niveles de

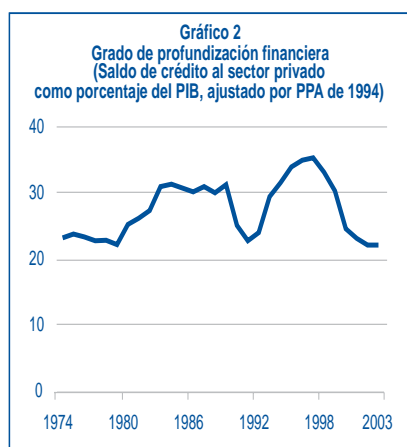


Fuente: Banco Mundial, World Development Indicators.

* Resumen del trabajo publicado en Borradores de Economía, Banco de la República, No. 322, 2005. Los autores son Miembro de la Junta Directiva, Profesional de Análisis de Estabilidad Financiera y Asistente de Investigación del Banco de la República, respectivamente. Las opiniones aquí expresadas no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

treinta años atrás. Esto puede apreciarse en el gráfico 2, en el cual el grado de profundización financiera se mide por el coeficiente de crédito al sector privado como porcentaje del PIB.¹

En este trabajo exploramos empíricamente dos tipos de explicaciones sobre los ciclos observados en el grado de profundización financiera. La primera se relaciona con el comportamiento de los flujos internacionales de capital y la segunda con la represión financiera reflejada en la utilización de instrumentos tales como los encajes, las inversiones forzosas o el impuesto a las transacciones financieras.



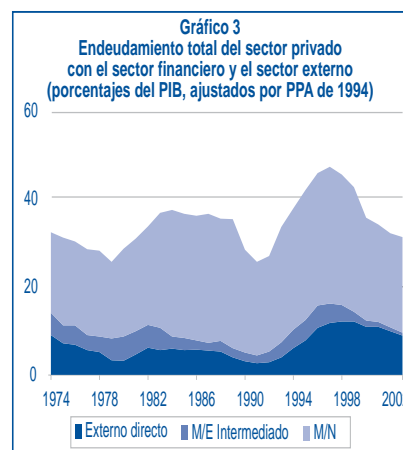
II. Flujos externos de capitales y profundización financiera

Los ciclos en el crédito del sistema financiero al sector privado han estado muy unidos a los ciclos en los flujos de capital internacional. El crédito bancario doméstico y el crédito externo no han actuado como sustitutos, tal como lo sugerirían muchas de las teorías más tradicionales. Por el contrario, se han reforzado uno al otro en el suministro de crédito al

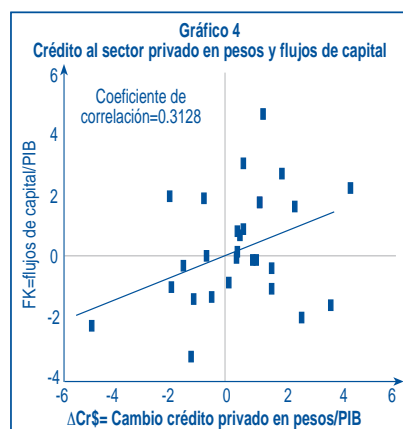
sector privado colombiano, tanto en las fases de auge como en las de restricción.

Lo anterior ha redundado en grandes fluctuaciones del endeudamiento total del sector privado, el cual incluye los saldos de la deuda contraída directamente por parte del sector privado en el exterior y el crédito otorgado por el sistema financiero. La evolución de ese endeudamiento se presenta en el gráfico 3. Su nivel representaba 32.4% del PIB en 1974 y se contrajo hasta ubicarse en 25.7% en 1979, lo que coincidió con una fuerte caída en la deuda externa. En el período posterior se observaron dos grandes ciclos. El primero fue de 1979 hasta 1991. Su fase ascendente coincidió con el aumento en el endeudamiento externo que se presentó entre 1979 y 1982, aunque el proceso de endeudamiento en moneda legal con el sistema financiero doméstico se extendió dos años más. Entre 1984 y 1991 se presentaron, por su parte, caídas tanto en la deuda interna como en la externa. El segundo ciclo tuvo lugar a lo largo de la década del noventa y fue mucho más pronunciado que el anterior. En su fase ascendente, el endeudamiento total del sector privado pasó de 25.6% del PIB en 1991 a 47.3% en 1997, mientras que el endeudamiento externo pasaba de 4.4% a 16.2% del PIB. En la fase descendente posterior, tanto el endeudamiento externo como el interno se redujeron y el total pasó de 47.3% del PIB en 1997 a 31.3% del PIB en 2003.

La sincronización de los ciclos del crédito doméstico y los flujos externos de capital se hace evidente también en el gráfico 4. Allí se verifica una correlación positiva entre los flujos de capital externo privado (FK , en el eje vertical) y las variaciones en el crédito otorgado por el sistema financiero en moneda na-



Fuente: Ver Villar, Salamanca y Murcia (2005).



Fuente: Ver Villar, Salamanca y Murcia (2005).

cional ($Cr\$$, en el eje horizontal). Esta correlación positiva (de 31.3%) es particularmente llamativa por cuanto las normas legales no permiten a los bancos fondear crédito en pesos con recursos de endeudamiento externo.

¹ Los coeficientes de profundización financiera presentados en este trabajo son ajustados por paridad de poder adquisitivo (PPA) para aislar el impacto de las variaciones en la tasa de cambio real sobre la magnitud del crédito en moneda extranjera.

III. Ciclos del crédito y represión financiera desde 1974: un poco de historia

Los ciclos crediticios inducidos por las condiciones financieras internacionales fueron reforzados por la evolución del grado de represión financiera doméstica. Para aclarar este punto, los vaivenes de la regulación financiera en las tres últimas décadas son ilustrados por el índice de represión financiera, *Repr*, que se presenta en el gráfico 5, el cual fue construido con una metodología muy similar a la diseñada en Carrasquilla y Zárate (2002). Dicho índice pretende medir la diferencia que generan los encajes, las inversiones forzosas y el impuesto a las transacciones financieras sobre el margen entre la tasa de interés activa y la tasa de interés de los depósitos.

En el gráfico 5 se aprecian los fuertes ciclos en nuestro índice de represión financiera que se dieron a partir de 1974. Aunque casualmente en dicho año se dieron pasos importantes en la dirección de liberalizar un sistema financiero que había estado fuertemente reprimido durante las dos décadas precedentes, esa tendencia entró rápidamente en conflicto con las dificultades de manejo monetario que conllevó la cuantiosa acumulación de reservas asociada con la bonanza cafetera de la segunda mitad de la década del setenta. Por esa razón, a finales de 1975 se fijó un encaje marginal de 100% sobre la totalidad de las captaciones del sistema financiero que estuvo vigente durante dos meses, al cabo de los cuales fue reemplazado por un incremento en el encaje ordinario. El encaje marginal de 100%, además, fue reintroducido en febrero de 1977 y esta vez se mantuvo durante más de tres años, hasta 1980.

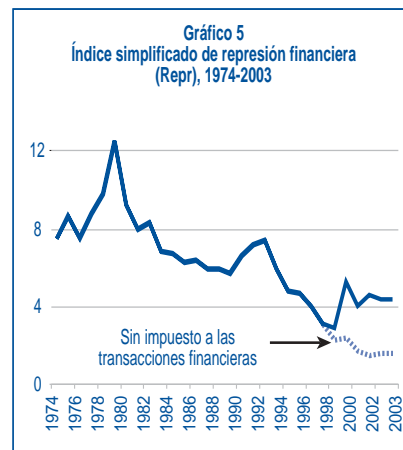
Desde 1979 y durante los primeros años de la década del ochenta se

dieron nuevamente algunas señales de liberalización financiera, las cuales coincidieron con el incremento en los flujos de capital privado hacia el país que tuvieron lugar en ese período. Se reglamentaron las Compañías de financiamiento comercial para incorporar al sistema legal los establecimientos de crédito de consumo que se habían desarrollado en el período anterior. Se eliminó el encaje marginal de 100%, se redujeron los encajes ordinarios sobre los certificados de depósito a término y se avanzó en la eliminación de restricciones a las tasas de interés que podían fijar los establecimientos de crédito.

Pese al estallido de una crisis financiera en 1982, el índice de represión continuó una tendencia levemente descendente hasta finales de la década del ochenta. Ello coincidió con una notable reducción en los coeficientes de encaje promedio en la primera mitad de la década (pasaron de representar cerca de 30% de los depósitos en 1980 a poco más de 11% a finales de 1984) y con una reducción en el costo de las inversiones forzosas en la segunda mitad. Este proceso culminó de manera abrupta en 1991, debido fundamentalmente a la reintroducción de un encaje marginal de 100% sobre todos los depósitos del sistema financiero encaminado a contrarrestar los efectos monetarios de la gran acumulación de reservas internacionales por parte del Banco de la República que estaba teniendo lugar en esa época.

La Ley 45 de 1990 introdujo una modificación importante en el esquema de regulación y supervisión del sistema financiero a través de la cual se creó el sistema de matrices y filiales. Desde varios puntos de vista, allí se reinició el proceso de liberalización del sector. Sin embargo, fue sólo

en el período posterior a 1992, bajo la autonomía constitucional del Banco de la República, cuando los coeficientes de encaje empezaron a reducirse de manera sistemática y sostenida, permitiendo la tendencia descendente del índice de represión financiera (gráfico 5).

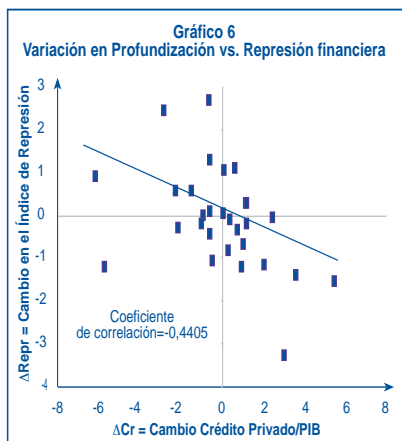


Fuente: Ver Villar, Salamanca y Murcia (2005).

Utilizando un criterio de política anticíclica, en 1998 el Banco de la República redujo adicionalmente los coeficientes de encaje obligatorio y empezó a remunerarlo. A pesar de ello, la carga regulatoria del sector financiero se vio aumentada fuertemente desde finales de ese mismo año. Por un lado, el Gobierno introdujo algunas inversiones forzosas a cargo de los establecimientos de crédito con el propósito de cubrir parcialmente los costos fiscales de la crisis financiera, con lo cual se revirtió, aunque en forma leve, la tendencia descendente que se había observado en el uso de estos instrumentos durante los siete años anteriores. Por otro lado, estableció un impuesto a las transacciones financieras destinado también a cubrir los costos de la crisis, en este caso de la banca pública. Aunque dicho im-

puesto tuvo inicialmente un carácter temporal, su recaudo fue extendido posteriormente con propósitos fiscales y la tarifa correspondiente se elevó de un nivel inicial de 2x1.000 a 3x1.000 en 2001 y a 4x1.000 a partir de 2003.

Vista en conjunto, la tendencia del índice de represión financiera durante los últimos treinta años ha



Fuente: Ver Villar, Salamanca y Murcia (2005).

sido descendente y su nivel actual es muy inferior al que se tenía en los años setenta o a comienzos de los años noventa. Sin embargo, la introducción del impuesto a las transacciones financieras desde 1999 aumentó considerablemente el grado de represión e hizo revertir en muy alta proporción la caída que se dio por concepto de reducción en los coeficientes de encaje y por la remuneración de éstos.

En cualquier caso, los períodos de aumento en el índice de represión tienden a coincidir con caídas en el grado de profundización financiera. Esto se verifica en el gráfico 6, en el cual se ilustra la correlación negativa (-44.1%) entre los cambios en el grado de profundización y los cambios en nuestro índice de represión financiera.

IV. Determinantes del grado de profundización financiera

1. Hipótesis y trabajos previos

El análisis precedente permite ratificar de manera informal las dos hipótesis insinuadas en la introducción sobre los determinantes de los ciclos que se han observado en el grado de profundización financiera en Colombia a lo largo de los últimos treinta años. En primer lugar, que dichos ciclos han estado estrechamente vinculados con las condiciones financieras internacionales y en particular con las fases de auge y sequía en los flujos externos de capitales hacia América Latina. En segundo término, que los ciclos en el grado de profundización financiera también han estado vinculados con los vaivenes en la utilización por parte de las autoridades de instrumentos tales como los encajes, las inversiones forzosas o el impuesto a las transacciones financieras, los cuales se encuentran reflejados en el índice de represión financiera, *Repr*.

El estudio de los determinantes del grado de profundización financiera ha recibido atención previa en múltiples análisis. En particular, varios autores han tratado de identificar las causas de la gran contracción crediticia de finales de los años noventa y de dirimir el grado en el cual los factores de oferta o los factores de demanda han sido los dominantes. Algunos enfatizan la caída en la demanda de crédito como consecuencia de la recesión de la actividad productiva. Otros destacan factores que afectaron la capacidad de los establecimientos de crédito para mantener el dinamismo de la oferta, tales como la caída en los depósitos bancarios, el deterioro en los niveles de solvencia de los intermediarios o la recomposi-

ción del activo de los establecimientos de crédito a favor de inversiones en títulos de deuda pública, la cual fue facilitada por los altos niveles de déficit fiscal y por la tendencia del propio sector financiero a reducir la exposición al riesgo de un sector privado fuertemente golpeado por la crisis.

Nuestro propósito no es debatir las hipótesis anteriores. Más que identificar el impacto de cada uno de los factores mencionados, lo que buscamos es resaltar el hecho de que la mayor parte de éstos estuvo determinada en última instancia por la caída en los flujos externos de capital hacia el país y por el comportamiento de la regulación financiera, la cual terminó por reforzar el ciclo crediticio inducido por las condiciones financieras internacionales.

2. Descomposición contable del crecimiento del crédito

La importancia relativa de los principales factores que estuvieron detrás de los ciclos del crédito al sector privado entre 1974 y 2003 puede ser identificada mediante ejercicios de descomposición contable del balance del sistema financiero, los cuales fueron inspirados en los que realizaron Barajas y Steiner (2002) para varios países latinoamericanos, incluido Colombia.

Nuestros resultados para Colombia son diferentes en varios aspectos a los de Barajas y Steiner.² Estos autores encontraron que el factor más importante en la explicación de los

² Parte de las diferencias surgen de los datos utilizados. Los autores tienen en cuenta todo el sistema financiero –no sólo los bancos comerciales– e incluyen ajustes por paridad de poder adquisitivo para el crédito en moneda extranjera.

cambios en el crecimiento del crédito en los años ochenta y noventa fue la evolución de los depósitos. Nosotros, en cambio, encontramos que los factores que explicaron los ciclos crediticios estuvieron vinculados en mayor grado con la evolución del endeudamiento externo privado y con la política de encajes del Banco de la República.

El punto de partida de nuestra descomposición es la siguiente identidad contable:

$$C_t = D_t - R_t + F_t - Otros_t$$

Todas las variables son saldos al final del período t , expresados como porcentajes del PIB. C_t es el indicador de profundización financiera, definido por el saldo de crédito otorgado por los intermediarios; D_t representa los depósitos; R_t es la reserva bancaria; F_t es el crédito externo intermediado por el sistema financiero; y $Otros_t$ es el residuo de activos menos pasivos del sistema financiero.³

A partir de la identidad anterior, el ejercicio consiste en identificar los períodos de auge y caída del crédito y para cada uno de éstos descomponer la variación de C_t . Teniendo en cuenta que la reserva bancaria es una proporción δ de los depósitos, las variaciones en el indicador de profundización financiera se pueden expresar como:

$$\Delta C_t = (1 - \delta_t) \Delta D_t - D_t \Delta \delta_t + \Delta F_t - \Delta Otros_t$$

Los cuatro sumandos del lado derecho de esta ecuación representan respectivamente las contribuciones que tienen sobre el comportamiento del grado de profundización los siguientes factores: (i) cambios en los depósitos; (ii) cambios en la política de encajes (δ); (iii) fluctuaciones en el crédito externo intermediado por

el sistema financiero y (iv) otros factores.

El cuadro 1 resume los resultados de la descomposición aplicada al comportamiento del crédito del sistema financiero al sector privado en cinco períodos: (i) el comprendido entre 1974 y 1979, durante el cual se presentó una leve caída en el grado de profundización financiera; (ii) el auge de 1980 a 1984, durante el cual el grado de profundización aumentó en promedio 1.83% del PIB cada año; (iii) la reversión del proceso anterior, que tuvo lugar entre 1985 y 1991; (iv) el gran auge de 1992 a 1997, durante el cual el aumento anual promedio en el grado de profundización financiera fue equivalente a más de 2% del PIB; y (v) la dramática contracción del período posterior a 1998.

La descomposición presentada en el cuadro permite identificar los siguientes hechos:

A. En todos los períodos considerados, el crédito total al sector

privado se mueve en la misma dirección que los flujos de crédito externo intermediado por el sistema financiero. Se ratifica por lo tanto una correlación positiva entre crédito total al sector privado y fondeo de

Nosotros, en cambio, encontramos que los factores que explicaron los ciclos crediticios estuvieron vinculados en mayor grado con la evolución del endeudamiento externo privado y con la política de encajes del Banco de la República.

los establecimientos de crédito en el exterior.

B. En todos los períodos, excepto el más reciente, el coeficiente de encaje se movió en forma procíclica,

³ La información disponible para el período anterior a 1990 no permite discriminar los activos y pasivos del sistema financiero con el sector público, lo cual sería deseable para identificar el impacto de cambios en el portafolio de títulos de deuda pública sobre el comportamiento del crédito al sector privado.

Cuadro 1
Descomposición del crecimiento del crédito total
del sistema financiero al sector privado/PIB
(porcentajes del PIB, promedios anuales)

	1974-79	1980-84	1985-91	1992-97	1998-2003
Crédito al sector privado	-0.20	1.83	-1.22	2.08	-2.19
1. Depósitos	0.48	0.89	0.18	1.87	-1.46
2. Encaje	-0.24	0.40	-0.20	0.13	0.22
3. Crédito externo	-0.16	0.04	-0.54	0.50	-0.58
4. Otros	-0.27	0.51	-0.66	-0.42	-0.38

Fuente: Ver Villar, Salamanca y Murcia (2005).

reforzando el impacto de los flujos de capital sobre el grado de profundización financiera. La importancia relativa de los cambios en el coeficiente de encaje fue particularmente grande en las tres fases anteriores al gran ciclo de la década del noventa. En cambio, la contribución de la caída en los coeficientes de encaje al auge crediticio del período 1992-1997 fue marginal. Por su parte, el período 1998-2003 es el único en el cual la política de encajes tuvo un carácter contracíclico, que contrasta con el efecto procíclico de otros componentes de la regulación financiera, tales como las inversiones forzosas y el impuesto a las transacciones.

C. En términos cuantitativos, el comportamiento de los depósitos tiene un impacto importante en la

ban aumentando como porcentaje del PIB. Por otra parte, la contracción de los depósitos en el período más reciente (1998-2003) no debe entenderse como una causa exógena de la caída en el crédito sino como un reflejo de otros factores. Al menos en parte, esta caída obedeció al desestímulo que sufrieron los depósitos por el impuesto a las transacciones financieras, por la contracción de los flujos externos de capital y por la crisis económica que se generó en consecuencia.

3. Una visión econométrica

Desde una perspectiva estadística, el impacto de los flujos externos de capital y de la regulación financiera sobre el grado de profundización financiera puede capturarse mediante ejercicios econométricos de cointegración, cuyos detalles se pueden consultaren Villar, Salamanca y Murcia (2005).

Sin entrar en los detalles estadísticos, vale la pena destacar aquí que las estimaciones realizadas indican la existencia de una ecuación de cointegración de

largo plazo con las siguientes características:

$$Cr\$_t = 0.3 + 0.35 EndExt_t - 2.27 repr_t + \epsilon_t$$

(10.0) (1.88) (-2.09)

Donde $Cr\$$ es un indicador del grado de profundización financiera, definido por el saldo de crédito en pesos del sistema financiero al sector privado, expresado como porcentaje del PIB; $EndExt_t$ representa el endeudamiento externo privado, expresado como porcentaje del PIB; $repr_t$ es nuestro índice de represión financiera. Los valores entre paréntesis son los estadísticos “t” corregidos con la metodología de Engle y Yoo y ϵ_t es el término de error de la ecuación de cointegración.

Por su parte, la ecuación de corrección de errores es:

$$\Delta Cr\$_t = -0.23 \epsilon_{t-1} + 0.06 \Delta EndExt_t + 0.64 \Delta EndExt_{t-1} - 0.82 \Delta repr_t - 0.23 \Delta repr_{t-1}$$

(-1.82) (0.18) (2.18) (-2.52) (-0.72)

Se verifica entonces que tanto a largo como a corto plazo el endeudamiento externo tiene un impacto positivo y el grado de represión financiera tiene un impacto negativo sobre el crédito en pesos del sistema financiero al sector privado.

V. Consideraciones finales

De acuerdo con el análisis realizado, los ciclos en el crédito doméstico en Colombia durante los tres últimos decenios coincidieron con ciclos en la misma dirección en los flujos externos de capital. Los vaivenes en el endeudamiento externo neto, por lo tanto, fueron reforzados por un comportamiento pro cíclico del crédito en pesos del sistema financiero nacional.

La regulación financiera doméstica actuó también de manera procíclica, reforzando las fases de auge y de caída en el crédito inducidas por las oscilaciones en los flujos netos de capital externo. Entre 1974 y 1991, esto surgió fundamentalmente del comportamiento de los coeficientes de encaje. En el período comprendido entre 1991 y 1997 la política de encajes del Banco de la República

El coeficiente de profundización financiera en Colombia se mantiene en niveles bajos en comparación con economías desarrolladas o con economías en desarrollo exitosas. Más grave que eso, dicho coeficiente se mantiene actualmente en niveles inferiores a los de tres décadas atrás.

descomposición de los balances del sistema financiero. Sin embargo, nuestros resultados difieren de los de Barajas y Steiner en el sentido de que el comportamiento de los depósitos no aparece sistemáticamente como la explicación principal de los ciclos en el crédito. En particular, las dos primeras fases de contracción de la cartera (1974-1979 y 1985-1991) corresponden a períodos en los cuales los depósitos esta-

fue menos procíclica y se volvió abiertamente contracíclica durante la crisis que se inició en 1998. En esta última época los encajes se redujeron

financiera no puede basarse en los flujos netos de capitales externos, los cuales se caracterizan por su comportamiento cíclico.

Mantener bajos grados de represión financiera debe ser un propósito básico de la política económica, ya que sólo por esa vía se puede avanzar de manera sostenible hacia un mayor desarrollo de la actividad crediticia.

Autores como Edwards y Vegh (1997) han sugerido elevar los coeficientes de encaje sobre los depósitos en el sistema financiero doméstico en períodos de auge de entrada de capitales externos. Ese tipo de política tendría como propósito moderar los ciclos en el crédito doméstico inducidos por fluctuaciones en los flujos exter-

nos de capital. Sin embargo, esa estrategia puede resultar ineficaz en sus

propósitos contracíclicos y tener implicaciones perjudiciales para la profundización financiera y el desarrollo económico del país, tal como lo argumentamos con la ayuda de un modelo teórico en Villar y Salamanca (2005).

Mantener bajos grados de represión financiera debe ser un propósito básico de la política económica, ya que sólo por esa vía se puede avanzar de manera sostenible hacia un mayor desarrollo de la actividad crediticia. La persistencia del impuesto a las transacciones financieras es un elemento en contra de dicho propósito. La posibilidad de volver a incrementar los encajes bancarios como instrumento de política monetaria en épocas de ingreso de capitales internacionales, tal como lo han sugerido algunos analistas, constituiría un retroceso adicional. 

de manera significativa para contrarrestar la caída en la actividad crediticia. Desafortunadamente, la introducción del impuesto a las transacciones financieras en esa etapa actuó en la dirección contraria, haciendo aumentar el índice de represión y reforzando la caída en el grado de profundización financiera.

El coeficiente de profundización financiera en Colombia se mantiene en niveles bajos en comparación con economías desarrolladas o con economías en desarrollo exitosas. Más grave que eso, dicho coeficiente se mantiene actualmente en niveles inferiores a los de tres décadas atrás, pese a que se ha observado una tendencia de largo plazo hacia la desregulación financiera.

A partir del vínculo que hemos destacado en este trabajo, podría pensarse que una manera de avanzar en la profundización financiera es facilitando el ingreso de flujos netos de capitales externos. Ello, sin embargo, conduciría a tendencias explosivas en el endeudamiento externo y a situaciones insostenibles. Por esa razón, el proceso de profundización

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Barajas, Adolfo y Steiner Roberto, (2002), "Credit Stagnation in Latin America", *IMF Working Paper*, No. 02/53, International Monetary Fund, Washington.

Carrasquilla, Alberto y Zárate, Juan Pablo (2002), "Regulación bancaria y tensión financiera: 1998-2001", en Anif (ed.), *El sector financiero de cara al siglo XXI*, Tomo I, Asociación Nacional de Instituciones Financieras, Bogotá, págs. 215-230.

Edwards, Sebastian y Vegh, Carlos (1997), "Banks and Macroeconomic Disturbances Under Predetermined Exchange Rates", *Journal of Monetary Economics*, octubre.

Villar, Leonardo, Salamanca David M. y Murcia Andrés, (2005), "Crédito, represión financiera y flujos de capital en Colombia 1974-2003", *Borradores de Economía*, No. 322, Banco de la República, Bogotá.

Villar, Leonardo y Salamanca David M., (2005), "Un modelo teórico sobre crédito, represión financiera y flujos de capital", *Borradores de Economía*, No. 323, Banco de la República, Bogotá.