

No.133 Abril-Mayo 2006

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

Resolución No.002012 de 1975
Tarifa postal reducida 604 de Adpostal
ISSN No.0120-3436

DIRECTOR
Sergio Clavijo

SUBDIRECTOR
Carlos Ignacio Rojas

SECRETARIA GENERAL
Helena Hidalgo

INVESTIGADORES ANIF
Marisol Cuéllar
Camila Salamanca
Juliana Salazar
Juan Guillermo Caicedo
Alejandro Vera
Jonathan Malagón
Rogelio Rodríguez
Germán Montoya
Camilo Rizo

PRODUCCIÓN ELECTRÓNICA
Luz Stella Sánchez
Sandra Venegas

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

IMPRESIÓN
Cargraphics

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 No.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 | Fusiones bancarias y balance de Fogafín

actualidad económica

- 7 | Grandes tendencias del sector financiero colombiano: 1990-2005
Sergio Clavijo
- 17 | Resultados de las fusiones bancarias en Colombia
Natalia Salazar y Camila Salamanca
- 31 | Otra mirada al 4 x 1000 - Una propuesta
Arturo Galindo y Giovanni Majnoni
- 36 | Las consecuencias electorales del Consenso de Washington
Eduardo Lora y Mauricio Olivera
- 51 | El comercio exterior colombiano en el siglo XX
Leonardo Villar y Pilar Esguerra
- 58 | ¿Es demasiado costoso el microcrédito en Colombia?
Hernán Avendaño Cruz
- 66 | Bancarrota y mecanismos de salida en Colombia
Igor E. Zuccardi
- 75 | Desempeño bancario reciente y desafíos del sector financiero
- 81 | Reservas internacionales netas de Colombia...
¡Pura acumulación!

discurso

- 84 | XXIV Asamblea General de Anif
Las reformas económicas y sociales del período 2006-2010

torre de marfil

- 94 | Clonación, replicación y relevancia en economía
Sergio Clavijo

Resultados de las fusiones bancarias en Colombia¹

Natalia Salazar*
Camila Salamanca**

Introducción

En los últimos quince años se ha producido en el mundo una significativa ola de fusiones en la industria bancaria. Más de 10.000 firmas fueron adquiridas por otras en los países industrializados durante la década del noventa. Este fenómeno ha sido una respuesta de la industria a los cambios regulatorios, a los avances en tecnología-telecomunicaciones y al deseo de la industria por mejorar sus niveles de eficiencia. Se trata de ampliar la frontera de la bancarización, con una mayor cobertura poblacional y geográfica, al tiempo que se busca ofrecer una gama creciente de productos bancarios sobre una misma base de clientes (Van den Berghe *et. al.*, 1999; Amel, *et. al.*, 2002; IMF, 2004).

En Colombia también se ha presentado este fenómeno. Entre 1995 y 1998 se dio una primera fase de integraciones que buscaba aprovechar las economías de escala fusionando entidades con vocaciones similares, que generaban algunas complementariedades (profundizando el mismo mercado en otras regiones y/o estra-

tos sociales). En una segunda ola (2000-2005) se observa un afán por buscar nuevos tipos de cartera y de negocios con el fin de explotar economías de alcance (multiproducto) con una mayor diversificación del activo.

En este artículo se hace un recuento de algunas de las fusiones más importantes que ocurrieron al interior del sector bancario colombiano entre 1990 y 2005 por medio de lo que denominamos “estudios de caso”. La metodología más común en el análisis de las fusiones ha sido de tipo econométrico. Existen varios estudios para el caso colombiano que han seguido dicha metodología (Castro, 2001; Estrada, 2005). En términos generales, estos han encontrado que no todas las fusiones producen los mismos resultados en términos de eficiencia, y algunas han resultado más exitosas que otras. Sin embargo, en muchos casos es difícil explicar, con base en estos ejercicios, cuáles fueron las debilidades o fortalezas de cada fusión y cuáles fueron los factores que pudieron influir en una u otra

dirección en los resultados. Los estudios de caso intentan ahondar en estos aspectos. El enfoque aplicado en este estudio busca dar a conocer el ambiente concreto en el cual se han tomado las decisiones de fusiones y adquisiciones y permite conocer cuáles fueron esas motivaciones y en qué medida se pudo llegar a concretar o no la “explotación” de sinergias financieras. Los resulta-

¹ Este documento sintetiza el tercer capítulo del estudio que hizo Anif para el Ministerio de Hacienda de Colombia, el cual contó con el apoyo financiero de USAID. El equipo de Anif estuvo integrado por Sergio Clavijo, Natalia Salazar, Carlos I. Rojas, Camila Salamanca, Germán Montoya y Camilo Rizo. Deseamos agradecer, sin comprometerlos con lo aquí expresado, los comentarios recibidos de Arturo Galindo, Paul Davis, Robert Vogel, Orlando Gracia, Germán Camacho y Leonardo Villar. Sin embargo, la responsabilidad sobre lo aquí reportado reside únicamente en el equipo de Anif. e-mail: nsalazar@fedesarrollo.org.co, csalamanca@anif.com.co.

* Vicepresidente de Anif al momento de realizar este estudio. Actualmente es investigadora asociada de Fedesarrollo.

** Economista de Anif.

dos son similares a los evidenciados en los ejercicios econométricos en el sentido de que no todas las fusiones tienen resultados exitosos. De este análisis se extraen algunas lecciones importantes.

I. Metodología

El análisis se divide en dos períodos (precrisis y poscrisis) ya que las motivaciones y las condiciones macroeconómicas presentes en cada uno de estos períodos son diferentes. Seguiremos la metodología utilizada por Rhoades (1998) en su análisis de la experiencia de Estados Unidos a co-

sultante). También se crearon indicadores para dos grupos de control: el promedio para el sistema bancos-CAV³ y el promedio para el grupo de firmas de tamaño similar a las involucradas en la fusión.⁴ Estos grupos son indispensables para identificar si los cambios ocurridos en los indicadores fueron específicos a la firma fusionada o se trató de un comportamiento común al sistema, producto de cambios en las condiciones exógenas al negocio financiero.

Los indicadores se midieron como razones y no en términos de cambios absolutos pues resulta fundamental distinguir entre reducciones absolutas en los gastos (o ingresos) y ganancias en eficiencia como resultado de una fusión. Estos corresponden a promedios para los tres años previos a la fusión y tres años posteriores a ella, para cada uno de los casos estudiados, excepto para las fusiones recientes (2005) para las cuales aún no existen

Entre 1995 y 1998 se dio una primera fase de integraciones que buscaba aprovechar las economías de escala fusionando entidades con vocaciones similares, que generaban algunas complementariedades.

mienzos de los años noventa. Ésta consiste en comparar una serie de indicadores de desempeño en el período previo y posterior a la fusión. Para el caso de Estados Unidos, se encontró sustento para la hipótesis que argumenta que las fusiones incrementan la rentabilidad de las entidades, especialmente cuando ese proceso involucra bancos de menor tamaño, usualmente asociados con bajos niveles de eficiencia (Akhavei, Berger y Humphrey, 1997).

Para la realización del ejercicio se construyeron diferentes indicadores de rentabilidad y eficiencia², luego se comparó el desempeño de estos indicadores durante el período prefusión (para la firma adquiriente y adquirida) con los del período posfusión (para la firma “fusionada” o re-

datos. La escogencia de este período supone que al cabo de los tres años debe haberse evidenciado gran parte de las ganancias en eficiencia que se buscaban con la fusión.

También se hizo un recuento de las motivaciones y estrategias que guiaron cada una de las fusiones estudiadas. Debido a que no existen documentos o escritos de los cuales pueda extraerse esta información, el análisis se basó en gran medida en conversaciones con actores que participaron en los procesos desde diferentes ángulos.

Para este artículo escogimos cuatro fusiones de las ocho analizadas en el documento original. Dos de ellas tuvieron lugar en el período anterior a la crisis de 1998-1999 y dos en meses recientes. Por lo tanto, en los

dos primeros casos se presentará el análisis completo y en los dos últimos se esbozarán las características de las entidades en el período que antecede a la fusión, contemplando algunos posibles resultados.

II. Las fusiones del período anterior a la crisis

Para este período de análisis se eligieron dos fusiones: BIC –Banco de Colombia (1997) y Bancafé–Concasa (1998), dado su tamaño dentro del grupo bancos-CAV. Estos procesos involucraron cerca del 24% de los activos del sistema bancos y CAV (cuadro 1) y tuvieron lugar antes de la crisis. Si bien su motivación es clara (auge del sector e inversión extranjera directa viniendo a toda América Latina), la evaluación de las consecuencias es compleja, pues claramente estuvieron fuertemente afectados por el estallido de la crisis financiera del período 1998-2000.

Los resultados sugieren que esta primera ola de fusiones obedeció a estrategias tendientes a aumentar el tamaño de las entidades y a la ampliación de la red bancaria, con el fin de derivar economías de escala. Las complementariedades no parecieron venir por el lado de cambios en la composición de activos y/o pasivos (negocios), pues varias de las fusiones tuvieron lugar entre entidades gemelas (como bancos o corporacio-

² Para hacer más breve el análisis aquí no se presentan los ejercicios originales que incluyeron también indicadores de productividad. Todos los indicadores se construyeron con base en información trimestral de los estados financieros publicados por la Superintendencia Bancaria para el período 1991-2005.

³ Corporaciones de ahorro y vivienda

⁴ Los resultados de los grupos de bancos de tamaño similar no se plasman en este artículo, pero pueden ser consultados en el documento original.

nes de ahorro y vivienda). Sin embargo, existía otro tipo de complementariedades que querían explotarse por el lado de coberturas geográficas y por estratos atendidos.

a. Fusión BIC-Banco de Colombia

En 1997, el Banco Industrial Colombia (BIC) absorbió el Banco de Colombia, dando origen a Bancolombia S.A. El BIC, un banco mediano, regional y especializado en personas y empresas, veía con gran atractivo al Banco de Colombia que era un banco grande, con cobertura nacional y que mantenía una especialización importante en estratos medios y populares. La fusión significaba aumentar el tamaño del banco, mantener una de las redes más amplias del país y lograr negocios más diversificados. Efectivamente, el Banco de Colombia era el segundo en tamaño, después del Banco Ganadero. Sus activos representaban cerca del 7% de los activos totales del sistema bancario (cuadro 2). Su red de distribución era amplia, manteniendo cerca de 4.850 empleados y 268 oficinas en todo el país. También se caracterizaba por haber alcanzado un satisfactorio desarrollo tecnológico, una elevada diversificación de servicios y una cartera sana. El BIC ocupaba el sexto lugar en términos de tamaño, situán-

dose en el límite superior de los bancos medianos. Sus activos representaban el 5.6% de los activos totales del sistema. Su red era más pequeña que la del Banco de Colombia; contaba con 110 oficinas y 3.416 empleados.

En el lado del pasivo los bancos eran más complementarios que en el lado activo. Mientras que el Banco de Colombia tenía una mayor concentración de sus depósitos y exigibilidades en cuentas y depósitos de ahorro (41.2% del total de depósitos), el BIC tenía una mayor especialización en CDT (41.3%). El peso de las cuentas corrientes en el total de depósitos y exigibilidades era similar en las dos entidades (cerca a 30%). Por el lado activo, había similitudes. La cartera comercial representaba cerca del 75% del total y la de consumo el 25% restante, en ambas entidades. Ninguno de los dos bancos había incursionado en el negocio hipotecario. En el lado activo se trataba entonces de una fusión “gemela”.

Con la fusión, Bancolombia pasó a ser el banco más grande del país en términos de activos, logrando una participación de 11.5% dentro de los activos totales. Además, mantuvo

una de las redes más amplias del país. En efecto, un año después de la fusión sólo se redujo el número de oficinas en dos, aunque en materia de personal la disminución fue más significativa (un poco más de 400 personas).⁵

Esta primera ola de fusiones obedeció a estrategias tendientes a aumentar el tamaño de las entidades y a la ampliación de la red bancaria, con el fin de derivar economías de escala.

El pasivo de la entidad fusionada logró cierta diversificación. A finales de 1998, el peso de las cuentas corrientes en los depósitos y exigibilidades era el 26%, el de los CDT 37% y de las cuentas y depósitos de ahorro el 31%. Por el contrario, la cartera siguió concentrada en crédito comercial (77.8%) y de consumo (22.1%), mientras que el negocio hipotecario siguió siendo marginal.

⁵ Este objetivo de proteger y mantener el tamaño de la red también se evidenció en el caso de la fusión Ahorramás – Las Villas.

Cuadro 1. Participación de los activos involucrados en las cuatro fusiones precrisis dentro de los activos totales

	Entidades involucradas	Nombre actual	Activos (\$ mill. - dic 1995)	% en activos totales
Fusión 1	BIC - Banco de Colombia	Bancolombia	4.003.312	12.5
Fusión 2	Banco Cafetero - Concasa	Bancafé	3.488.434	10.9
Fusión 3	Corpavi - CAV Colpatria - Banco Colpatria	Red Multibanca Colpatria	1.714.688	5.4
Fusión 4	Las Villas - Ahorramás	AV Villas	1.382.733	4.3
Total activos involucrados				33.1

Fuentes: Superintendencia Financiera y cálculos propios.

Resultados de la fusión

Los resultados de la fusión en términos de rentabilidad son difíciles de apreciar pues se confunden en parte con los de la crisis financiera. Antes de la fusión, el BIC evidenciaba un mejor desempeño en términos de rentabilidad frente al Banco de Colombia. En general, para el período anterior a la fusión, los diferentes indicadores de rentabilidad del BIC fueron en promedio entre 0.6 y 2 puntos porcentuales más elevados que en el Banco de Colombia. En los tres años siguientes a la fusión se dio una caída en la rentabilidad en la entidad adquiriente frente al período anterior (cuadro 3). Sin embargo, esto fue una tendencia común en las entidades dada la crisis general en ese período. Las caídas en rentabilidad fueron de

magnitud similar en Bancolombia y en el promedio del sistema.

En términos de eficiencia, los resultados lucen más positivos. Efectivamente, antes de la fusión, los indicadores de eficiencia administrativa⁶ tendieron a ser similares en ambos bancos, o un poco menos favorables para el BIC. Por el contrario, aquellos que consideran una medición más amplia de los gastos⁷ resultaron más bajos en el caso del BIC (82.3%) que en el del Banco de Colombia (89.8%). Ello podría estar indicando una estructura de depósitos más costosa en el banco adquirido.⁸

Después de la fusión no se evidenció un comportamiento diferencial en la entidad resultante frente a los dos bancos antes de la fusión. Por una parte, los gastos administrativos

no aumentaron de manera significativa, a pesar del ajuste en personal que implicó la fusión. De hecho, los incrementos en estos indicadores fueron de magnitud similar a los observados en los grupos de control, lo cual parece indicar que la crisis trajo consigo un incremento en los gastos administrativos asociados al manejo y administración de activos improductivos. Además, la crisis obligó a la mayoría de entidades a hacer ajustes de personal que se reflejaron ini-

⁶Que consideran los gastos de personal y/o los costos indirectos, únicamente.

⁷Incluyendo también los gastos de intereses.

⁸Esto no resulta del todo coherente con la idea de una mayor concentración de las captaciones del Banco de Colombia en depósitos en cuenta corriente y cuenta de ahorro frente a un BIC recargado en CDT.

**Cuadro 2. Banco de Colombia - BIC
Diciembre de 1997**

	Banco de Colombia		Bancolombia	
	BIC	dic-97	dic-98	jun-05
Activos (miles de pesos)	2.989.945	3.710.241	6.757.580	14.601.719
Part. en total (%)	5.5	6.9	11.3	15.0
Tamaño	Mediano-Grande	Grande	Grande	Grande
Posición en tamaño	6	2	1	1
Cartera	1.496.533	2.067.766	3.718.958	7.836.158
Part. en total (%)	4.2	5.8	9.4	15.0
Depósitos y exigibilidades	1.266.979	2.038.103	3.814.157	8.669.898
Part. en total (%)	3.8	6.1	10.2	12.7
No. empleados	3.116	4.846	7.549	7.550
No. oficinas	110	268	376	387
Composición cartera (%)				
Comercial	75.7	76.6	77.8	73.2
Consumo	24.3	23.2	22.1	15.9
Hipotecaria	0	0.2	0.1	10.9
Composición depósitos y exigibilidades				
Ctas. ctes	27.8	28.3	26.2	28.9
CDT y CDT (v.cste)	41.3	26.1	37.8	26.7
Ctas ahorro y dep. de ahorro	24.2	41.2	31.2	42.4

Fuentes: Superintendencia Financiera y cálculos Anif.

Cuadro 3. Fusión BIC- Banco de Colombia
Resumen de resultados

BancoIndicador		Fusión B. Colombia-BIC año de fusión 1997		Grupo de control 1 Total sistema bancario		Grupo de control 2 Promedio tamaño similar	
		3 años antes la fusión	3 años después de la fusión	3 años antes de la fusión	3 años después de la fusión	3 años antes de la fusión	3 años después de la fusión
				Rentabilidad (%)			
B. Colombia	ROA	1.9		1.3	-2.2	1.9	-1.5
	ROE	10.0		9.1	-19.7	13.4	-15.6
	Utilidad/ingresos totales	4.5		4.0	-6.4	6.1	-5.2
BIC/Bancolombia	ROA	2.4	-1.6	1.3	-2.2	1.9	-1.5
	ROE	11.5	-12.5	9.1	-19.7	13.4	-15.6
	Utilidad/ingresos totales	6.8	-5.3	4.0	-6.4	6.1	-5.2
				Eficiencia (%)			
B. Colombia	g. operaciones /i.operacionales	89.8		79.5	71.5	89.5	70.0
	g. pers. y c. ind / g. totales	14.7		14.3	22.2	20.0	21.6
	g. pers. y c. ind / activos	6.3		6.6	6.4	6.6	6.3
	g. personal / activos	3.9		3.6	3.4	3.6	3.4
BIC/Bancolombia	g. operaciones /i.operacionales	82.3	69.3	79.5	71.5	89.5	70.0
	g. pers. y c. ind / g. totales	20.5	21.5	14.3	22.2	20.0	21.6
	g. pers. y c. ind / activos	6.2	6.6	6.6	6.4	6.6	6.3
	g. personal / activos	3.8	3.7	3.6	3.4	3.6	3.4

Fuentes: Superintendencia Financiera y cálculos Anif.

cialmente en mayores gastos administrativos (liquidaciones e indemnizaciones).

Lo que sí parece evidenciarse es que con la fusión se logró una estructura de depósitos menos costosa. Los gastos que incluyen aquellos relacionados con los pasivos disminuyeron significativamente. Ello pudo resultar no sólo de una mejor composición entre depósitos con mayor costo de interés (CDT) y pasivos con menor costo de interés (cuentas corrientes y de ahorro), sino también del logro de una red de distribución más amplia.

b. Fusión Banco Cafetero - Concasa

El Banco Cafetero y Concasa eran entidades que pertenecían al Gobierno Nacional.⁹ El Banco Cafetero era

el cuarto banco más grande del país, con una participación dentro de los activos totales de 6.5% (cuadro 4). La entidad contaba con 6.200 empleados y 328 oficinas en el país. Concasa era un banco mediano, cuyos activos representaban el 3% de los activos totales del sistema bancos-CAV, ocupando el lugar número 15 en tamaño. Además, contaba con cerca de 2.800 empleados y 160 oficinas.

La estructura de depósitos y de cartera era disímil entre las dos entidades. Concasa se concentraba, por el lado de los depósitos, en la captación de certificados de ahorro de valor constante (59.2%) y de cuentas de ahorro (40.8%), reflejando una estructura de depósitos característica de las CAV. El Banco Cafetero tenía una composición de depósitos más diversificada, con 25% en cuentas corrientes, 28.2% en CDT y 41% en

cuentas de ahorro. Por el lado activo, la cartera del Banco Cafetero tenía una alta orientación hacia el crédito comercial (67.2%) y de consumo (28.6%), en tanto que la cartera de Concasa estaba concentrada hasta en casi 90% en crédito de vivienda.

En los meses anteriores a la fusión se había venido discutiendo al interior del gobierno la posibilidad de vender la corporación de ahorro y vivienda Concasa, dadas las buenas condiciones en que se encontraba esa entidad. Se estimaba que el precio de venta podría estar entre US\$300-350 millones. Los estudios de banca de inversión indicaron que el movimiento ideal era que Concasa absorbiera al Banco Cafetero pues Concasa era una entidad joven, en donde la antigüe-

⁹ En cabeza del Fondo Nacional del Café.

**Cuadro 4. Fusión Concasa - Banco Cafetero
Septiembre de 1998**

	Banco Cafetero	Concasa	Bancafé (Granbanco)	
	sep-98		sep-99	sep-05
Activos (millones de pesos)	3.877.586	1.752.182	5.325.994	6.489.401
Part. en total (%)	6.5	2.9	8.8	6.7
Tamaño	Grande	Mediano	Grande	Grande
Posición en tamaño	4	15	2	5
Cartera	2.319.276	1.445.104	3.281.493	2.496.755
Part. en total (%)	5.8	3.6	8.8	4.8
Depósitos y exigibilidades	2.029.762	1.325.269	2.926.573	4.532.468
Part. en total (%)	5.7	3.7	7.6	6.6
No. empleados (dic 97 - 98 - jun 05)	6.200	2.813	8.123	2.866
No. oficinas (dic 97 - 98 - jun 05)	328	160	477	236
Composición cartera (%)				
Comercial	67.2	8.8	46.1	35.2
Consumo	28.6	3.0	11.9	15.6
Hipotecaria	4.2	88.3	41.9	49.3
Composición depósitos y exigibilidades				
Ctas. ctes.	25.1	0,0	16.3	24.3
CDT y CDT (v.cste)	28.2	59.2	38.0	22.1
Ctas ahorro y dep. de ahorro	41.0	40.8	41.4	52.7

Fuentes: Superintendencia Financiera y cálculos Anif.

dad promedio de los empleados se acercaba a dos años, mientras que en el Banco Cafetero ésta era bastante mayor (diez años). Otra consideración importante era que sobre el Banco Cafetero gravitaba una pesada carga sindical. Así mismo, Concasa registraba un mejor desempeño financiero y había logrado un elevado desarrollo tecnológico, especialmente a través de sus cajeros electrónicos. La decisión que tomó el gobierno en 1998 se alejó de las recomendaciones de los estudios técnicos. Sería el Banco Cafetero la entidad adquirente y Concasa la entidad adquirida.

Dadas las complementariedades entre las entidades descritas atrás, éste era un ejemplo típico en donde se esperaban sinergias positivas por el lado del activo, pero tanto la crisis hipotecaria que afectó a Concasa como el haber puesto condiciones de fusión de Bancafé sobre Concasa terminaron por restarle valor financiero

a la entidad fusionada. Un año después de la fusión, Bancafé resultó siendo el segundo banco más grande del país, representando cerca del 9% de los activos totales del sistema. El número de oficinas se redujo en once y el número de empleados se contrajo en cerca de novecientas personas. Además, en el primer semestre de 1999 Bancafé pasó a manos de Fogafín y la entidad debió iniciar un proceso de ajuste en busca de saneamiento financiero. Para septiembre de 2005, el ajuste y saneamiento del banco se reflejó en la reducción significativa en el número de oficinas, sin poder lograr en este caso una mayor amplitud de la red bancaria al darse la fusión.

Resultados de la fusión

En el año en que se dio la fusión (1998), el sistema financiero como un todo comenzaba a registrar un

deterioro en sus indicadores. A pesar de que Concasa estaba concentrado en cartera hipotecaria (sector más afectado durante la crisis), se observa que en los tres años anteriores a la fusión, ésta registraba un deterioro menos fuerte que el del Banco Cafetero (cuadro 5). Esto es particularmente claro en el ROE, que alcanzaba -0.5% en Concasa frente a -3.2% en el Banco Cafetero. De nuevo, en este caso la fusión coincide con el inicio de la crisis, lo que hace difícil los efectos particulares de la fusión. Sin embargo, se observa que si bien en los tres años posteriores a la fusión los indicadores de rentabilidad del sistema financiero sufrieron un deterioro general, éste fue significativamente más agudo en el caso de Bancafé. Allí se llegó a registrar un ROE promedio de -63% posfusión frente a -19.7% para el total del sistema y -15.6% en los bancos grandes.

En términos de eficiencia sucedió algo similar. En los tres años anteriores a la fusión, todos los indicadores mostraban un mejor desempeño en el caso de Concasa. El indicador de gastos de personal y costos indirectos sobre activos era casi el doble en el Banco Cafetero que en Concasa (8.3% vs. 4.7%). Después de la fusión, los indicadores de la entidad resultante permanecieron en niveles similares a los del Banco Cafetero (antes de la fusión), aunque mostraron un deterioro significativo frente a Concasa y frente al promedio del sistema. Así mismo, la relación gastos operacionales/ingresos operacionales¹⁰ se mejoró en Bancafé frente al promedio de los bancos antes de la fusión, indicando que la entidad tuvo que elevar sus costos de captación para evitar caídas sustanciales en los depósitos.

Los resultados sugieren el menor éxito alcanzado en este proceso de

fusión, el cual pudo deberse en buena medida a que se implementó de una manera inadecuada: el banco eficiente es absorbido (y contaminado) por el banco que con anterioridad a la fusión evidenciaba menores logros en materia de rentabilidad y eficiencia.

III. Las fusiones entre 2000 y 2005

Las fusiones recientes son el resultado de estrategias que buscan diversificar productos y ofrecer una gama de servicios más amplia a sus usuarios. La búsqueda de una mayor competitividad está en gran parte ligada a la firma del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos (TLC), que implica una mayor apertura para el sector bancario y, por tanto, la necesidad de encontrar los mecanismos para competir. La tendencia ob-

servada es que los bancos grandes especializados en algún tipo de cartera buscan nuevos socios, de menor tamaño, que les permitan complementar los servicios que ofrecen. Se está dando una diversificación de cartera más pronunciada, replicando lo ya ocurrido por el lado pasivo durante la década anterior.

A continuación se analizarán dos de las principales fusiones que se dieron en 2005, en las cuales estuvieron involucrados los bancos más grandes y que afectaron el 27% de los activos del sistema (cuadro 6). A saber: i) Bancolombia-Conavi-Corfinura y ii) Colmena-Banco Caja Social. Dado que se trata de fusiones recientes, todavía es prematuro evaluar concretamente los resultados,

¹⁰ Incluye en el numerador los pagos de intereses, además de los gastos de personal y los costos indirectos

Cuadro 5. Fusión Banco Cafetero - Concasa
Resumen de resultados

		Fusión Banco Cafetero - Concasa Año de fusión 1998		Grupo de control 1 Total sistema bancario	
Banco	Indicador	3 años antes de la fusión	3 años después de la fusión	3 años antes de la fusión	3 años después de la fusión
Rentabilidad (%)					
Concasa	ROA	0.1		1.3	-2.2
	ROE	-0.5		9.1	-19.7
	Utilidad/Ingresos totales	-1.4		4.0	-6.4
B. Cafetero/Bancafé	ROA	-0.3	-5.0	1.3	-2.2
	ROE	-3.2	-63.7	9.1	-19.7
	Utilidad/Ingresos totales	-1.0	-26.9	4.0	-6.4
Eficiencia (%)					
Concasa	g. operacionales / i. operacionales	86.3		79.5	71.5
	g. pers y c. ind / g. totales	16.8		14.3	22.2
	g. pers y c. ind / activos	4.7		6.6	6.4
	g. personal / activos	2.3		3.6	3.4
B. Cafetero/Bancafé	g. operacionales / i. operacionales	79.2	115.9	79.5	71.5
	g. pers y c. ind / g. totales	33.7	33.7	14.3	22.2
	g. pers y c. ind / activos	8.3	8.4	6.6	6.4
	g. personal / activos	7.1	5.7	3.6	3.4

Fuente: Superintendencia Financiera y cálculos Anif.

Cuadro 6. Participación de los activos involucrados en las cuatro fusiones poscrisis dentro de los activos totales

	Entidades involucradas	Nombre actual	Activos (\$ mill. - sep 1995)	% en activos totales
Fusión 1	Bancolombia - Conavi - Corfinsura	Bancolombia S.A	22.019.879	21.5
Fusión 2	Banco Caja Social - Colmena	BCSC S.A	4.665.936	4.6
Fusión 3	Davivienda - Banco Superior	Davivienda - Superior	8.065.416	7.9
Fusión 4	BBVA - Granahorrar	BBVA- Granahorrar	11.495.716	11.2
Total activos involucrados				45.1
Fuentes: Superintendencia Bancaria y cálculos propios.				

pero su motivación es clara: complementarse por el lado activo siguiendo diferentes estrategias (unificar el activo y el patrimonio, *branding*, operación multiproducto u operación piramidal, entre otras).

a. Fusión Bancolombia-Conavi

En julio de 2005 se llevó a cabo la fusión entre los bancos Conavi, Bancolombia, y la Corporación Financiera Nacional y Suramericana (Corfinsura). Uno de los orígenes de esta fusión estuvo cimentado en que la reforma del sistema financiero establecía que las CAV deberían convertirse en bancos¹¹, de manera que se violaba la regulación que impide que un banco sea dueño de otro. Adicionalmente, otro tipo de reacomodamientos dentro del *holding* del Grupo Empresarial Antioqueño (GEA) justificaron la fusión.

Se estableció un banco que integra tres entidades, ampliando su tamaño y generando mayor competitividad. Se logró la expansión de Bancolombia, que era el más grande del sistema en términos de activos (antes de la fusión contaba con el 15% de los activos totales) y estaba enfocado hacia el consumo masivo (cuadro 7). Dicho banco se complementó con Conavi, cartera hipotecaria representaba el 55% de los créditos otorgados a diciembre de 2004.

Además, Conavi tenía tecnología de punta, donde el 81% de sus clientes realizaba, a esa fecha, operaciones electrónicas a través de diferentes canales.

Tras la fusión, Bancolombia cuenta con \$25 billones en activos (20% del total), ubicándose dentro de las quince entidades bancarias

más grandes de América Latina. Después de la fusión, la cartera se recompuso y tiene especial posicionamiento en cartera comercial (73% del total). Por el lado del pasivo, la recomposición ha sido hacia cuentas y depósitos de ahorro, que repre-

¹¹ Ley 546 de 1999.

**Cuadro 7. Fusión
Bancolombia - Conavi
jul-05**

	Bancolombia dic-04	Conavi	Bancolombia S.A sep-05
Activos (mill. de pesos)	13.847.437	4.638.778	22.019.879
Part. en total (%)	14.9	5.0	21.5
Tamaño	Grande	Mediano	Grande
Posición en tamaño	1	8	1
Cartera	7.036.950	2.279.348	12.386.816
Part. en total (%)	21.5	4.7	22.5
Depósitos y exigibilidades	8.777.622	3.816.260	13.453.862
Part. en total (%)	13.4	5.8	18.7
No. empleados	7.027	3.977	N.D
No. oficinas	377	257	N.D
Composición cartera (%)			
Comercial	80.0	35.2	73.2
Consumo	20.0	9.8	15.9
Hipotecaria	0.0	55.0	10.9
Comp. depósitos y exigibilidades			
Ctas. ctes.	31.7	0.5	19.5
CDT y CDT (v.cste)	27.5	18.3	23.6
Ctas ahorro y dep. de ahorro	38.9	77.5	54.1

Fuentes: Superintendencia Financiera y cálculos Anif.

sentaban 54% de los depósitos y exigibilidades a septiembre de 2005. Las cuentas corrientes representan el 19.5% y los CDT el 23.6% de su total. Esto se inscribe dentro de la tendencia del sistema.

Características particulares de las entidades antes de la fusión

Antes de la fusión, Bancolombia registraba un mejor desempeño en términos de rentabilidad del activo y utilidad sobre ingresos que el de Conavi. Los indicadores de rentabilidad del activo (ROA) y de utilidad/ingresos totales eran 0.7 y 4.4 puntos porcentuales mayores, respectiva-

mente, en el caso de Bancolombia (cuadro 8). Sin embargo, en términos de rentabilidad del patrimonio el indicador era 3.2 puntos porcentuales mayor para Conavi.

Desde el punto de vista de eficiencia, es evidente el mejor desempeño de Bancolombia frente a Conavi, excepto para el caso de los gastos de personal como proporción del activo. En términos de los indicadores de eficiencia administrativa (gastos de personal y/o costos indirectos), Bancolombia registró un indicador de 28.6% frente a un indicador de 34% registrado por Conavi. Los indicadores que abarcan otro tipo de gastos, como gastos de intereses sobre los depósitos, son

5 puntos porcentuales menores para Bancolombia.

Primeros resultados de la fusión

Aunque se considera prematuro hacer una evaluación de la fusión, quisiéramos resaltar los primeros resultados de la entidad fusionada. Se evidencia un aumento del ROE, ROA y utilidad sobre ingresos. Sin embargo, es importante mencionar que para el total del sistema también se registró un aumento en estos indicadores, lo que dificulta aislar el efecto de la fusión de los efectos positivos del ciclo económico sobre la actividad bancaria.

Cuadro 8. Fusión Bancolombia-Conavi
Resultados de la fusión

		Fusión Bancolombia-Conavi		Grupo de control 1	
		Año de fusión 2005		Total sistema bancario	
Banco	Indicador	3 años antes de la fusión	sep-05	3 años antes de la fusión	sep-05
Rentabilidad (%)					
Conavi	ROA	2.2	1.2	2.0	3.0
	ROE	25.0	8.2	18.4	25.8
	Utilidad/Ingresos totales	9.8	3.2	7.9	12.1
Bancolombia / Bancolombia S.A.	ROA	2.9	4.1	2.0	3.0
	ROE	21.8	30.0	18.4	25.8
	Utilidad/Ingresos totales	14.2	17.4	7.9	12.1
Eficiencia (%)					
Conavi	g. operacionales / Ingresos operacionales	89.7		91.0	85.3
	g. y c. ind / gastos totales	34.0		23.5	22.1
	g.pers y c. ind / activos	7.6		5.9	5.4
	g. personal / activos	2.6		2.9	2.6
Bancolombia / Bancolombia S.A.	g. operacionales /ingresos operacionales	84.3	79.8	91.0	85.3
	g. y c. ind /gastos totales	28.6	28.0	23.5	22.1
	g.pers y c. ind/activos	5.6	6.6	5.9	5.4
	g. personal/activos	3.1	3.4	2.9	2.6
Fuentes: Superintendencia Financiera y cálculos Anif.					

El indicador de gastos de personal y costos indirectos resultó mayor en el banco fusionado respecto a los presentados por las dos entidades antes de la fusión. En cuanto a los gastos operacionales/ingresos operacionales se registra una disminución del indicador alcanzando 79.8%. Por el contrario, para el promedio del sistema los indicadores de eficiencia administrativa disminuyeron. Este resultado es de esperarse en todo proceso de fusión, pues existe un período de ajuste (en términos administrativos, por ejemplo) que en un principio puede reflejarse en mayores niveles de gasto; las verdaderas ganancias en eficiencia sólo pueden verse hasta después de tres años.

b. Fusión Banco Caja Social -Colmena

El Banco Caja Social y Colmena consolidaron su integración a mediados de 2005; en parte los mismos motores de orden legal que para Bancolombia condujeron a la decisión de integrar sus servicios. Las entidades buscaban darle un mayor alcance a sus servicios (mayor atención al mercado masivo popular, a la pequeña-mediana empresa, a los constructores y al mercado inmobiliario) y que los clientes se beneficiaran al poder acceder a cajeros automáticos de cualquiera de las dos entidades y a servicios de pagos integrados. La idea era generar un banco de mayor tamaño y más eficiente con el fin de aumentar su competitividad, pero apuntándole a la explotación de mercadeo de sus marcas ya posicionadas.

Cada entidad cuenta con fortalezas específicas y segmentos diferentes de mercado que les permiten complementarse. Colmena es un banco especializado en el negocio hipotecario (64%). El Banco Caja Social es fuerte en el negocio de microcrédito

y consumo (74%). En el lado del pasivo, antes de la fusión, Colmena tenía un mayor porcentaje de cuentas y depósitos de ahorro (59.8%) y el Banco Caja Social tenía una mayor proporción de cuentas corrientes y CDT (41.2%).

Ambos son bancos de tamaño mediano. Antes de la fusión, el Banco Caja Social participaba con 1.8% de los activos bancarios y Colmena representaba el 3%. La nueva entidad resultante cuenta ahora con activos por \$4.6 billones (4.6% del total de activos bancarios), lo cual la posiciona como la octava en tamaño (cuadro 9). En cuanto al número de empleados, la integración cuenta con 6.220 empleados, sin variación por el momento. Así mismo la nueva red de oficinas conta-

ba, en junio de 2005, con 278 sucursales y 468 cajeros automáticos en 53 ciudades del país.

Con la fusión se produjo una recomposición hacia cuentas y depósitos de ahorro, y las cuentas corrientes han perdido importancia. Esta recomposición puede ser la misma que se ha dado en el sistema en general, en la cual se ha optado por cuentas de ahorro y corrientes en lugar de depósitos bancarios con el fin de reducir costos. También se observa una redistribución en la composición de la cartera, que es uno de los principales motores de la fusión: consumo con 45%, crédito comercial con 25% y vivienda con 29%. Este nuevo banco tiene un enfoque hipotecario, comparado con el promedio del sistema.

**Cuadro 9. Fusión
Banco Caja Social - Colmena
jun-05**

	Colmena dic-04	B. Caja Social dic-04	Colmena BCSC sep-05
Activos (mill. de pesos)	2.793.927	1.632.431	4.665.936
Part. en total (%)	3.0	1.8	4.6
Tamaño	Mediano	Mediano	Mediano
Posición en tamaño	14	17	8
Cartera	1.251.546	1.221.612	2.561.696
Part. en total (%)	2.6	4.6	4.6
Depósitos y exigibilidades	2.440.651	1.360.862	4.033.571
Part. en total (%)	3.7	2.1	5.6
No. empleados	3.186	2.967	6.220*
No. oficinas	156	122	278*
Composición cartera (%)			
Comercial	19.7	25.4	25.3
Consumo	16.1	74.1	45.3
Hipotecaria	64.2	0.6	29.5
Composición depósitos y exigibilidades			
Ctas. ctes	3.9	22.8	5.8
CDT y CDT (v.cste)	33.5	41.2	36.5
Ctas ahorro y dep. de ahorro	59.8	30.7	55.6

* El dato corresponde a junio de 2005.

Fuentes: Superintendencia Financiera y cálculos Anif.

Características particulares de las entidades antes de la fusión

En términos de rentabilidad se observan diferencias importantes entre ambas entidades con anterioridad a la fusión, siendo mejor el desempeño del Banco Caja Social frente al de Colmena (el ROA es mayor en 2.1 puntos porcentuales, el ROE en 18.5 puntos y la utilidad/ingresos en 8 puntos) (cuadro 10).

Por el contrario, antes de la fusión se observaban menores niveles de eficiencia laboral y administrativa en el Banco Caja Social frente a Colmena. Sin embargo, en términos de la relación gastos operacionales/ingresos operacionales se evidenciaba un indicador menor. Si bien esto puede ser señal de una estructura de depósitos menos costosa, no se corrobora con el

hecho de que el Banco Caja Social tuviera una mayor proporción de CDT en sus depósitos que de cuentas de ahorro cuando se compara con la estructura de depósitos en Colmena.

Primeros resultados de la fusión

Reconociendo que todavía es muy pronto para hacer una evaluación concreta de la fusión, destacamos algunos resultados iniciales para la entidad resultante. Los indicadores de rentabilidad aumentaron después de la fusión, aunque este fenómeno ocurrió para todo el sistema. Sin embargo, la rentabilidad en la entidad resultante luce, en general, menor a la del promedio del sistema.

Consistente con menores niveles de rentabilidad se registra una dismi-

nución en los indicadores de eficiencia administrativa después de la fusión. Sin embargo, cuando se compara con el resto del sistema, los indicadores para el nuevo banco son más elevados, aunque lo mismo ocurría antes de la fusión. Una posible explicación es que los mayores gastos administrativos se dan por la alta participación en microcrédito y crédito de consumo y el aumento reciente puede ser sólo un efecto temporal mientras logran consolidarse las ganancias de la fusión. Los gastos operacionales como proporción de los ingresos operacionales disminuyeron respecto a la cifra registrada por los dos bancos antes de la fusión, lo cual sugiere una estructura de depósitos menos costosa. Aun así, este indicador es mayor en relación a lo observado para el promedio del sistema.

Cuadro 10. Fusión Colmena - Banco Caja Social
Resultados de la fusión

		Fusión Colmena- B. Caja Social Año de fusión 2005		Grupo de control 1 Total sistema bancario	
Banco	Indicador	3 años antes de la fusión	sep-05	3 años antes de la fusión	sep-05
Rentabilidad (%)					
Colmena	ROA	0.1	2.1	2.0	3.0
	ROE	1.1	18.5	18.4	25.8
	Utilidad/Ingresos totales	0.4	8.0	7.9	12.1
B. Caja Social / Colmena BCSC	ROA	2.2	2.4	2.0	3.0
	ROE	19.7	28.1	18.4	25.8
	Utilidad/Ingresos totales	8.5	10.6	7.9	12.1
Eficiencia (%)					
Colmena	g. operacionales/ingresos operacionales	98.3		91.0	85.3
	g. y c. ind/gastos totales	38.0		23.5	22.1
	g.pers y c. ind/activos	7.7		5.9	5.4
	g. personal/activos	3.1		2.9	2.6
	g. operacionales/ingresos operacionales	90.8	93.0	91.0	85.3
B. Caja Social / Colmena BCSC	g. y c. ind/gastos totales	45.0	43.9	23.5	22.1
	g.pers y c. ind/activos	11.7	10.1	5.9	5.4
	g. personal/activos	5.7	4.8	2.9	2.6
Fuentes: Superintendencia Financiera y cálculos Anif.					

Fuentes: Superintendencia Financiera y cálculos Anif.

C. Conclusiones

En este documento hemos recogido evidencia sobre los procesos de consolidación bancaria que se dieron en las últimas décadas y algunos de sus efectos sobre la eficiencia y rentabilidad de los bancos.

En las fusiones más recientes (2004-2005) se observa un afán por generar nuevos tipos de cartera y de negocios, más allá de la simple explotación de las economías de escala.

Los análisis de casos de fusiones del período 1995-1998 ilustran cómo se dio una primera fase de aprovechamiento de economías de escala derivadas de un mayor tamaño de entidad. En muchos casos se trató de fusiones entre entidades con vocaciones similares en materia de operaciones activas y pasivas, aunque con algunas complementariedades en términos geográficos y segmentos de población atendidos. Si bien resulta difícil aislar el efecto particular de las fusiones

con el impacto de la crisis de 1998-1999, los resultados sugieren que las fusiones tuvieron resultados positivos. Si bien por esta coincidencia de sucesos (fusiones-crisis) se observa algún deterioro en términos de rentabilidad y eficiencia en los años posteriores a la fusión, las entidades resultantes lograron superar la crisis, salvo en el caso de Bancafé - Concasa. En este caso no se evidencia el impacto positivo de la entidad más eficiente sobre la menos eficiente, sino más bien una contaminación en sentido contrario. Parte de la explicación puede estar

en que el sentido de la absorción no fue el adecuado (Bancafé absorbió a Concasa y no al contrario).

En diversos casos se corrobora la estrategia de mantener redes amplias. Esto sugiere que las ganancias de las fusiones no provienen de la reducción en costos derivada del cierre de oficinas, sino más bien de los esfuerzos por hacer más eficientes las oficinas existentes y aprovechar al máximo el potencial comercial y de distribución de las entidades. Adicionalmente, la ampliación

de la red parece haberse reflejado en algunos casos en menores costos de captación y en un ahorro en términos de costos totales para las entidades.

En las fusiones más recientes (2004-2005) se observa un afán por generar nuevos tipos de cartera y de negocios, más allá de la simple explotación de las economías de escala. Éstas han tenido un sentido “complementario”, donde la diversificación de la cartera ha venido a explotar sinergias adicionales por el lado activo, complementando las logradas por el pasivo durante la primera fase de fusiones y adquisiciones.

Si bien se ha observado una consolidación bancaria, con entidades más grandes y diversificadas, el grado de concentración alcanzado todavía se ubica en un umbral moderado que no tendría porque amenazar la estructura competitiva que actualmente exhibe el sector bancario colombiano. De hecho, los índices de Herfindhal calculados en cada momento del tiempo para la cartera y los depósitos y exigibilidades muestran que pese a la concentración de los negocios, existe una tendencia a la diversificación en lo que a cartera se refiere desde el año 2002 y más bien una tendencia a la concentración por el lado de los depósitos. **ANIF**

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Akhavein, J.D., A.N. Berger, and D.B. Humphrey (1997), “The Effects of Megamergers on Efficiency and prices: Evidence from a Bank Profit Function” *Review of Industrial Organization* (vol. 12).

Amel, D., C. Barnes, F. Panetta and C. Salleo (2002), “Consolidation and Efficiency in the Financial Sector: A Review of the

International Evidence” (*G-10 Report on Financial Sector Consolidation*).

Castro, C. (2001), “Eficiencia-X en el sector bancario colombiano”, *Desarrollo y Sociedad*, Universidad de los Andes, No. 48.

Estrada, D. (2005), “Efectos de las fusiones sobre el mercado financiero colombiano”,

Borradores de Economía, Banco de la República, No.329.

IMF (2004), *Global Financial Stability Report: Risk Transfer and the Insurance Industry* (Chapter, III).

Van den Berghe, L.A.A, S.W.M. Carchon, and K. Verweire (1999), “Convergence in the Financial Service Industry” (OECD, *Report*, septiembre).

Otra mirada al 4x1000

Una propuesta

Arturo Galindo*
Giovanni Majnoni**

El Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF) hace parte de una familia de tributos que gravan la transferencia de activos financieros o las operaciones de débito de cuentas en el sistema financiero. Dicho impuesto surgió en Colombia en 1998, en el contexto de la emergencia económica, como parte de un paquete de medidas destinado a solucionar la crisis que atravesaba el sector financiero. La tarifa del impuesto fue fijada en 0.2% para retiros realizados de cuentas corrientes, cuentas de ahorro, cuentas de depósito en el Banco de la República y la emisión de cheques de gerencia. Posteriormente, en diciembre de 2000, mediante la Ley 633 de 2000, la tasa se incrementó a 0.3%.

En el año 2002, la Ley 788 modificó algunos elementos del impuesto, para incluir nuevas fuentes de tributación que contenían el traslado o cesión de los recursos o derechos sobre carteras colectivas, la disposición de recursos a través de contratos o convenios de recaudo y los débitos a cuentas contables. Un punto importante de esta reforma es el tratamiento que se le dio al cobro del tributo a los

CDT. Hasta diciembre de 2002 la emisión de CDT estaba exenta del ITF, y el impuesto era pagado sólo por el tomador del CDT en el momento en que retiraba los recursos del sistema. En la Ley 788 de 2002 se reglamentó que el pago del gravamen lo debía realizar la entidad emisora del título. Adicionalmente se crearon exenciones para las operaciones del Fondo de Estabilización de la Cartera Hipotecaria, las operaciones de coberturas de tasa de interés en créditos hipotecarios, y los movimientos contables correspondientes a operaciones de compra o venta de títulos de deuda pública.

En diciembre de 2003, mediante la Ley 863, se incrementó de manera transitoria la tarifa a 0.4% para el período comprendido entre la fecha de expedición de la Ley y el año 2007.

El Impuesto a las Transacciones financieras se ha convertido en una fuente de financiamiento considerable para el fisco. En el año 2005 se calcula que el impuesto representó un recaudo cercano al 0.83% del PIB. A pesar de contribuir a fortalecer el recaudo tributario a un bajo costo operacional, el impuesto tiene implicaciones importantes sobre las actividades que

grava, en particular la formación de ahorro privado y la asignación eficiente de los recursos de inversión de la sociedad.

El impacto del 4x1000

Desde un punto de vista teórico se puede mostrar que el Impuesto a las Transacciones Financieras, como cualquier otro impuesto, trae consigo distorsiones en la asignación de recursos que afectan negativamente el bienestar social. Uno de los principales costos que se ha asociado a este impuesto es su impacto sobre la desintermediación financiera. En presencia de este gravamen, los agentes económicos favorecen el uso del efectivo y evitan las transacciones a través de intermediarios financieros. Como lo muestran Hernández y Zea (2006), basados en la metodología de Kirilenko y Summers (2003), el impuesto ha generado una desintermediación de más de 30%. Esto des-

* Profesor asociado a la Universidad de los Andes.

** Economista financiero del Banco Mundial.

de luego tiene un fuerte impacto social en la medida en que disminuye la disponibilidad agregada de recursos para que la sociedad suavice el consumo, limita la oferta de fondos prestables en la economía, y por medio de ello limita también la inversión y el crecimiento

Adicionalmente, el impuesto tiene un impacto económico altamente negativo en la medida en que destruye el mercado de la liquidez, toda vez que sobre las continuas transacciones realizadas en éste se cobra repetidamente el tributo afectando de manera notoria su rentabilidad. La destrucción de este

mercado conlleva distorsiones en los precios de activos de corto plazo y por tanto afecta la rentabilidad de los portafolios de inversión de los agentes económicos, así como la eficiencia en la asignación de recursos hacia las actividades social y económicamente más rentables.

Cuadro 1
Impuesto a las Transacciones Financieras

País	Año	Tasa (%)	Comentarios
Austria	1993	0.15	Impuesto a las transferencias
	1993	0.06	Comisión por arreglo de contratos
	1993	0.04-0.09	Honorario comisionista oficial
	2001	1	Impuesto de timbre a la emisión de acciones
Australia	1993	0.3	Impuesto al débito bancario
Bélgica	1993	0.03	Comisión del mercado bursátil
	1993	0.17	Impuesto de timbre a la transferencia de títulos valor
	2001	0.5	Impuesto de timbre a la emisión de títulos valor
	2001	0.2	Impuesto de timbre a la transferencia de títulos valor
Canadá	1993	Elimina el tributo	
Dinamarca	2001	0.5	Impuesto de timbre a la transferencia de acciones
Francia	2001	0.3	Impuesto de timbre a la transferencia de acciones hasta 153.000 euros
	2001	0.15	Impuesto de timbre a la transferencia de acciones superior a 153.000 euros
Alemania	1990	0.185	Impuesto de timbre a la transferencia de acciones
	1993	0.06	Honorario comisionista oficial
	2001	Elimina el tributo	
Grecia	2001	1	Impuesto de timbre a la emisión de títulos valor
	2001	0.5	Impuesto de timbre a la transferencia de bonos
	2001	0.3	Impuesto de timbre a la transferencia de acciones
Irlanda	2001	1	Impuesto de timbre a la emisión y transferencia de títulos valor
Italia	2001	1	Impuesto de timbre a la emisión de acciones
	2001	0.14	Impuesto de timbre a las acciones transadas por fuera de Bolsa de valores establecida
	2001	0.009	Impuesto de timbre a la transferencia de bonos del gobierno
Japón	1989	0.55	Honorarios de la Bolsa de valores por las ventas de títulos valor
	1993	0.3	Impuesto de timbre a la venta de acciones
	1993	0.03	Impuesto de timbre a la venta de bonos del gobierno
Luxemburgo	2001	1	Impuesto de timbre a la emisión de títulos valor. 0.5% para compañías familiares
Holanda	2001	0.55	Impuesto de timbre a la emisión de títulos valor
Portugal	1993	0.04	Comisión del mercado bursátil
	1993	0.05	Honorario OTC
	2001	0.002-0.015	Impuesto de timbre a la transferencia de títulos valor
España	2001	1	Impuesto de timbre a las emisiones de títulos valor
Suecia	1984	0.5	Impuesto de timbre a la transferencia de acciones
	1986	1	Impuesto de timbre a la transferencia de acciones
	1989	0.002-0.03	Impuesto de timbre a la transferencia de bonos
	1990		Eliminación del impuesto de timbre a la transferencia de bonos
	1991		Eliminación del impuesto de timbre a la transferencia de acciones
Suiza	2001	1	Impuesto de timbre a la emisión de acciones
	2001	0.06-0.12	Impuesto de timbre a la emisión de bonos
	2001	0.15	Impuesto de timbre a la transferencia de títulos valor domésticos
	2001	0.3	Impuesto de timbre a la transferencia de títulos valores extranjeros
Reino Unido	1974	2	Impuesto de timbre al registro/Transferencia de títulos valor
	1984	1	Impuesto de timbre al registro/Transferencia de títulos valor
	1986	0.5	Impuesto de timbre al registro/Transferencia de títulos valor
	1993	£2	Impuesto PTM a los intercambios superiores a £10.000
	2001	0.5	Impuesto de timbre al registro/Transferencia de títulos valor
Estados Unidos	1993	\$0.01	Comisión SEC sobre las ventas por cada US\$300 de valor

Fuentes: Administración Federal Suiza de Impuestos y USB Global Research, «Guide to Global Equity Markets», tomado de Galindo y Majnoni (2006).

En adición a la contracción de los recursos prestables y a la desaparición de algunos mercados, el gravamen tiene impactos importantes sobre el costo del crédito. Galindo y Majnoni (2006) estiman que el Impuesto a las Transacciones Financieras explica al menos 1.5 puntos porcentuales de la tasa activa del sistema financiero. Hay dos canales mediante los cuales el gravamen puede afectar el costo del crédito; uno, indirecto, a través del impacto del tributo sobre el monto de recursos intermediados y otro, directo, a través del impacto del tributo sobre el estado de pérdidas y ganancias de las entidades crediticias, en particular en lo asociado con el cobro del impuesto sobre la redención de los CDT.

La evidencia disponible para el caso colombiano refleja que el gravamen ha tenido impactos importantes sobre la disponibilidad de crédito, su costo, y sobre el funcionamiento eficiente de varios mercados. Por eso resulta crucial analizar una posible salida en la medida en que el espacio fiscal lo permita.

La experiencia internacional

Son muy variadas las experiencias en el mundo con los gravámenes

a la intermediación financiera. En los países de la OCDE se han utilizado repetidas veces. Sin embargo, tienen la característica particular que se centran en transacciones específicas, y en particular en transacciones que se realizan en los mercados de capitales. El cuadro 1 tomado del estudio de Galindo y Majnoni resume una lista de estos impuestos en diferentes partes del mundo, y muestra una tendencia decreciente de esta forma de tributación en el tiempo.

Los impuestos a las transacciones financieras en estos países tienen la forma de impuestos de timbre y de tarifas sobre transacciones financieras específicas. El impuesto se ha utilizado para gravar la emisión de valores y su transferencia; se han gravado diferentes tipos de valores (bonos, acciones); diferentes mercados (oficiales, OTC), y se han empleado diversas tasas. Dentro de esta gran heterogeneidad se pueden resaltar algunos patrones. El primero de ellos es que las acciones usualmente se gravan más que los bonos. El segundo patrón es que ha habido una reducción gradual en la incidencia y alcance de este tipo de impuestos. Las tarifas se han reducido durante la última década en la mayoría de centros financieros (Inglaterra y Japón)

y los impuestos de este tipo han sido eliminados por completo en Canadá, Alemania, Suecia e Italia. En donde prevalecen, el impuesto se ha restringido a un limitado grupo de activos (acciones en Dinamarca y Francia, emisiones de acciones en Luxemburgo, Holanda y España), o se han mantenido a tasas muy moderadas (EE.UU).

La justificación para ir reduciendo estos impuestos tiene que ver primordialmente con el notable impacto de los tributos sobre la profundidad de los mercados. La evidencia ha mostrado que muchos mercados financieros son altamente elásticos a sobrecostos regulatorios. Dada la integración internacional de los mercados, la constante en los países de la OCDE era observar una gran migración internacional de activos en respuesta a la imposición de tributos y como resultado del arbitraje fiscal.

Adicionalmente, hay evidencia extensa para los países de la OCDE sobre los costos de los tributos en el costo del capital, la eficiencia fiscal, la caída en el recaudo de los impuestos a las ganancias de capital (a raíz de la caída en el volumen de las transacciones financieras), y la caída en la liquidez de los mercados de valores gravados en la medida en que

Cuadro 2
Impuesto a las transacciones financieras - países de América Latina
(tasa impositiva en puntos porcentuales al cierre del año)

	1989	1990	1991	1992	1994	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Argentina	0.7	0.3	1.05	1.2	-	-	-	-	-	1.2	1.2	1.2	1.2	1
Brasil	-	-	-	-	0.25	0.2	0.2	0.38	0.3	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
Colombia	-	-	-	-	-	-	-	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
Ecuador	-	-	-	-	-	-	-	2	1.6	-	-	-	-	-
Perú	-	1.42	0.81	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Venezuela	-	-	-	-	0.75	-	-	0.5	0.5	-	0.85	-	-	-

Nota: el impuesto tanto a créditos como a débitos en cuentas bancarias aplica en Ecuador a partir de 1999 y desde 2001 en Argentina. Créditos parciales hacia los impuestos al ingreso y al IVA en Argentina desde 1989 y en Ecuador desde 2000. En Brasil, CPMF se extiende inclusive a las transacciones de títulos valor.

Fuente: Autoridades Nacionales y FMI WP/01/67, tomado de Galindo y Majnoni (2006).

los impuestos han afectado los valores más líquidos de las firmas más grandes que los menos transados de firmas de menor tamaño.

En América Latina también ha habido una amplia utilización de los impuestos a las transacciones financieras. A diferencia de países de la OCDE, donde se gravan transacciones específicas y mercados individuales, la modalidad más utilizada del tributo a las transacciones financieras en América Latina es la de los impuestos a los débitos bancarios. La diferencia en la aplicación del tributo entre ambos tipos de países probablemente está relacionada con la poca profundidad que tienen los mercados de capitales. La implementación de impuestos tipo OCDE en América Latina llevaría a un recaudo sustancialmente bajo.

Durante los últimos veinte años, Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela (cuadro 2) han adoptado impuestos a los débitos bancarios. En Argentina, Colombia y Perú, el impuesto se instauró en medio de episodios de crisis con el fin de recaudar fondos para contribuir a solventarlas. En Brasil el objetivo era financiar una serie de gastos extraordinarios.

En general, el ingrediente fundamental en la decisión de adoptar este tipo de gravamen frente a otros tipos de impuestos era su simplicidad administrativa. En la mayoría de los casos, los efectos distorsionantes se habían identificado; sin embargo, primaba el argumento de la simplicidad del recaudo. Con el tiempo se han destapado diferencias importantes en la estabilidad de los recaudos y la aceptación pública del tributo.

En cualquiera de los países donde se han aplicado los tributos a los débitos bancarios se ha experimentado el tipo de consecuencias observadas en Colombia y documentadas anteriormente. Tanto en los países de la OCDE como en los de América Latina se han

documentado grandes costos asociados a este tipo de tributación.

La mejor opción desde la perspectiva de un óptimo recaudo tributario es la sustitución del impuesto a los débitos bancarios por otro tipo de tributos. Esa debería ser la meta ideal para el diseñador de política tributaria.

Sin embargo, puede haber restricciones de tipo fiscal o político que puedan impedir su total remoción. En caso de ser necesario mantener esta forma de tributación, es crucial idear mecanismos para reducir su impacto distorsionante.

Una de las mayores distorsiones inducidas por el impuesto es la neutralización del mercado de la liquidez y de otros mercados intensivos en transacciones. Recientemente en Brasil, y justamente con esta preocupación en mente, se instauró un esquema destinado a lidiar y minimizar esta distorsión.

La estrategia brasileña

En Brasil, al igual que en Colombia, una serie de estudios empíricos coincidía en señalar que los impactos distorsionantes del impuesto a los débitos bancarios no eran nada despreciables. Al igual que en Colombia, una gran preocupación giraba en torno a la desaparición de mercados intensivos en transacciones de corto plazo, y los impactos agregados adversos que eso estaba generando.

A partir de estos diagnósticos, el gobierno de Brasil diseñó un mecanismo destinado a aminorar tal impacto. El mecanismo se conoce como el de las *cuentas corrientes de inversión* (CCI) y comenzó a implementarse a partir de octubre de 2004.¹ Con estas cuentas se busca aminorar el impacto del gravamen sobre las actividades financieras intensivas en transacciones frecuentes y con ello contribuir a una mejor asignación de los recursos de inversión. El meca-

nismo de las CCI limita el número de veces que se cobra el impuesto a los débitos sobre las operaciones de portafolio. El mecanismo grava la entrada de nuevos recursos al portafolio de inversión de los intermediarios financieros pero evita que se grave cada transacción que afecte la reasignación del portafolio.

El diagrama 1 explica el funcionamiento de las CCI. Las operaciones financieras se dividen en dos. La línea quebrada separa las operaciones comerciales y de nuevos recursos afectadas por el impuesto a los débitos bancarios (debajo de la línea) de aquellas transacciones de reasignación de portafolio que se encuentran exentas de este impuesto (arriba de la línea).

Para efectos ilustrativos, supongamos que un inversionista tiene una cuenta corriente convencional de donde extrae recursos para invertir en un portafolio de inversión. Estimamos que hay dos bancos que administran portafolios (Banco 1 y Banco 2) y que cada uno de ellos tiene acceso a diversos portafolios con diferente composición de activos (P1, P2, P3 y P4). Para tener acceso a cualquier portafolio de inversión, el inversionista debe trasladar sus recursos desde su cuenta corriente a una CCI de su titularidad mediante una operación de traspaso que está sujeta al cobro del impuesto. De aquí en adelante, cualquier operación de reasignación de portafolios está exenta del pago del impuesto, inclusive los movimientos entre las CCI del inversionista en distintos bancos.

Si el inversionista decide invertir en los portafolios P1 y P2, ambos ofrecidos y manejados por el Banco 1, y luego decide recomponer su portafolio y mantener el P2 pero vender el

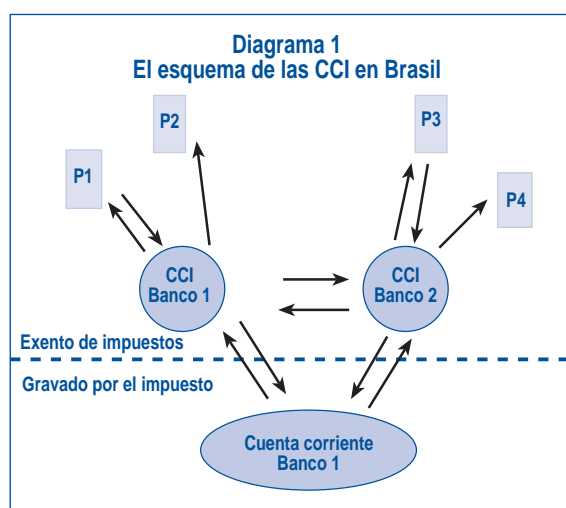
¹ Por lo pronto sólo se ha aplicado al flujo de nuevas inversiones; sin embargo, a partir de octubre de 2006 se implementará también sobre el *stock*.

P1 y comprar otro portafolio a cambio, puede hacerlo sin incurrir en el impuesto. Con esta venta, el agente invierte en el P3 que administra el Banco 2, para lo cual transfiere los fondos entre las CCI de ambos bancos. Todas estas transacciones bajo el sistema de las CCI están exentas del gravamen. De esta manera el impuesto no distorsiona la asignación eficiente de recursos de inversión. Si el inversionista decide vender P3 e invertir en P4, una vez más esta transacción estaría exenta. Para finalizar, cuando el inversionista decide retornar sus recursos de la CCI a la cuenta corriente, este procedimiento también está exento del pago del impuesto siempre y cuando la cuenta corriente sea del mismo titular.

La gran ventaja del mecanismo de las CCI es que optimiza la asignación del portafolio porque elimina el costo de transacción adicional que impone el impuesto a los movimientos financieros. De esta manera se evita una utilización subóptima de recursos con menor retorno ante cambios en la percepción de riesgo o en las expectativas de retorno de los activos que motiven una reasignación de los portafolios de inversión.

La implementación de este sistema en Brasil aún es muy reciente, y por ello evaluar su impacto es todavía prematuro. Sin embargo, se espera que este sistema incremente la eficiencia del sistema financiero y fomente la competencia pues los inversionistas tendrán más facilidad al escoger la institución financiera que mayor beneficio les otorgue sin tener presente las distorsiones causadas por el impuesto a los débitos bancarios.

Es importante anotar que la implementación de esta propuesta no necesariamente va a tener un impacto sobre el recaudo fiscal, toda vez que, a raíz del costo que ha establecido el



impuesto a las transacciones financieras sobre el manejo de portafolios de inversión, buena parte de ese negocio ya no estaba llevándose a cabo en el sistema financiero doméstico y por lo tanto estas transacciones no hacían parte de la base gravable del tributo.

Conclusiones

La literatura que documenta el impacto de los impuestos a las transacciones financieras es extensa, tanto a nivel internacional como nacional. Principalmente por motivos fiscales y de simplicidad en el recaudo, esta tributación es comúnmente utilizada. Muchos estudios sugieren que el costo social que se deriva de las fallas a la intermediación financiera que se desprende de este tipo de tributación es más oneroso que el beneficio del recaudo mismo. Sin embargo, en la práctica estos tributos se utilizan comúnmente, y una vez se implementan su remoción es compleja.

En el caso colombiano, las autoridades en cabeza del ministro de Hacienda han comentado en múltiples ocasiones la inconveniencia de este impuesto para el adecuado funcionamiento de la economía colombiana. El objetivo último de esta nota es contri-

buir al debate, no sólo haciendo eco en las repetidas propuestas para eliminar el impuesto a las transacciones financieras, sino yendo un poco más allá y reconociendo las dificultades que puede encontrar el gobierno en esta tarea.

Se ha propuesto recientemente hacer el impuesto deducible de otras formas de tributación para reducir su tasa efectiva y estimular la formalidad. Esta estrategia, que en el pasado fue implementada en Argentina, tiene una motivación similar a la

ya exitosa política de devolución de 2 puntos del IVA. Sin embargo, reducir la tarifa efectiva, ya sea mediante esta política o mediante una reducción de la tasa del impuesto, no es suficiente. Así el impuesto sea pequeño, el mercado de la liquidez es muy sensible al tributo, y por ende hay que diseñar otras estrategias que permitan su recuperación. Para tal fin proponemos el estudio de la estrategia de las cuentas corrientes de inversión implementada en Brasil descrita en esta nota. Esta estrategia puede contribuir a reducir una importante distorsión y a recrear un mercado que se ha contraído de manera importante en Colombia. **ANIF**

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Galindo, A. y G. Majnoni (2006), "Represión financiera y el costo del financiamiento en Colombia", Universidad de los Andes y Banco Mundial, mimeo.
- Hernández, C. y C. Zea (2006), "El Impuesto a las Transacciones Financieras en Colombia: incidencia y alternativas", Banco de la República, mimeo.
- Kirilenko, A. y V. Summers (2003), "Bank Debit Taxes: Yield Versus Disintermediation" en Patrick Honohan (ed.) *Taxation of Financial Intermediation: Theory and Practice for Emerging Economies*, Banco Mundial y Oxford University Press.

Las consecuencias electorales del Consenso de Washington¹

Eduardo Lora*
Mauricio Olivera**

Ningún país en América Latina ha escapado de los dictados del Consenso de Washington. Tanto en el Brasil del antiguo socialista Cardoso hasta en México con el ultraortodoxo Zedillo o en Perú con Fujimori, se pusieron bajo control los balances macroeconómicos, se levantaron las barreras al comercio internacional y se privatizaron cientos de empresas del Estado. Si esta prescripción fue impuesta desde fuera o adoptada por los gobiernos bajo la promesa de mejorar la calidad de vida del pueblo, eso es cuestión de debate. Pero el punto donde se coincide es el siguiente: los resultados no llenaron las expectativas de nadie.

Hasta mediados de los años ochenta, sólo dos países en América Latina habían adoptado un paquete de políticas similar al que se conocería luego como el Consenso de Washington. Éstos eran el antidemocrático Chile y el empobrecido Bolivia, que se encontraban entre los países más insostenibles política o económicamente, si no en el mun-

do, por lo menos sí en América Latina. La interpretación común de estas dos experiencias fue: a casos extremos, políticas extremas. Para entonces pocos esperaban que estas políticas fueran adoptadas virtualmente por todos los países latinoamericanos en los siguientes pocos años, tanto donde la democracia había sido la regla durante décadas, como Colombia, Costa Rica y Venezuela, como en aquellos países donde la tercera ola de la democratización estaba llegando, como Argentina, Brasil y Uruguay.

Los años de altas expectativas sobre la democratización así como sobre las políticas tipo Consenso de Washington han terminado. Los latinoamericanos son aún demócratas convencidos pero su entusiasmo ha decaído. Tres de cada cuatro latinoamericanos ven la democracia como la mejor forma de gobierno (o al menos, la menos mala), pero el 68% piensa que la democracia no funciona bien en sus países. Sin embargo, los latinoamericanos son aún más escépticos acerca de los beneficios

de las políticas promercado. Apenas el 16% piensa que la economía de mercado está haciendo un buen trabajo.

En un intento por establecer si este malestar es justificado o no, los economistas han hecho esfuerzos sustanciales por valorar las consecuencias sociales y económicas de las políticas del Consenso de Washington. La visión dominante parece ser que ha habido efectos positivos sobre el crecimiento económico y los niveles de ingreso. Esta visión también sostiene que los efectos se han visto limitados por la falta de soporte regulatorio e institucional, aunque no está claro para nada cuáles son las

¹ Este artículo es una versión abreviada de "The Electoral Consequences of the Washington Consensus", *Economía*, Revista de la LACEA (Latin American and Caribbean Economic Association), Primavera.

* Asesor principal del Departamento de Investigaciones del BID.

** Economista del BID.

Las opiniones aquí expresadas son únicamente de los autores y no comprometen a la institución de la cual hacen parte.

formas específicas de regulación e instituciones que se necesitan. Además, hay un intenso debate sobre los efectos sociales y distributivos de la estabilización fiscal y las reformas promercado, los dos principales pilares del Consenso de Washington.

Sin embargo, el futuro de estas políticas no dependerá tanto de estos efectos como del soporte que reciban por parte del electorado. Aquí, el estado del conocimiento es escaso. Este artículo intenta ayudar a llenar el vacío evaluando a través de métodos econométricos las consecuencias electorales del Consenso del Washington. Aunque nuestro enfoque es retrospectivo, arroja considerable luz sobre el futuro. Nuestro estudio muestra que el electorado pone cuidado no sólo a los resultados de las políticas, sino también a las políticas mismas, sin importar si ellas producen resultados buenos o malos. Adicionalmente, el electorado parece poner atención a si las políticas adoptadas por el gobierno van en línea con la ideología de su partido y con la promesas pre-electorales. Además, como en los regímenes presidenciales los votantes pueden repartir separadamente los votos para el legislativo y el ejecutivo, los resultados y políticas afectan cada voto de forma diferente. Si bien el voto presidencial es más volátil y susceptible a los resultados económicos y a las políticas, el voto legislativo no es totalmente inmune a estos factores: políticas en las cuales la legislatura juega un rol, como las privatizaciones, tienden a tener consecuencias electorales.

En la siguiente sección del artículo presentamos una corta revisión de la literatura que valora las consecuencias electorales de las políticas del Consenso de Washington y derivamos nuestra hipótesis empírica. Con esta base, discutimos los enfoques teóricos y econométricos que soportan el análisis empírico. En las

secciones siguientes describimos los datos, presentamos los resultados econométricos y discutimos nuestras conclusiones.

Revisión de la literatura empírica y algunas hipótesis verificables

La visión más conocida de la respuesta del electorado a las políticas económicas se basa en el argumento de la "votación económica": la gente fundamenta sus decisiones electorales en cálculos de costo y beneficio. Si las políticas les traen beneficios, votan para apoyar al gobierno o al partido que las administra; pero si las políticas les traen pérdidas, apoyarán al candidato o partido de la oposición. Usualmente se supone que la votación económica es retrospectiva: los votantes observan el desempeño pasado y suponen que las tendencias pasadas persistirán en el futuro si el gobierno o partido permanece en el poder.

Evidencia considerable de las democracias industriales avanzadas apoya la idea de que el desempeño económico pasado influye en las decisiones de voto de la gente y su apoyo a los gobiernos. Un hallazgo importante de esta literatura es que los votantes basan sus decisiones en resultados económicos agregados como crecimiento, inflación y desempleo, más que en resultados individuales.

El apoyo empírico para la hipótesis de votación económica en América Latina ha sido aportado por Karen Remmer, Michael Coppedge, Kenneth Roberts y Erik Wibbels y Susan Stokes.

Remmer (2003) presenta estimaciones sobre la influencia de la inflación y el crecimiento en el voto por el

partido titular en las elecciones presidenciales. Su base de datos cubre 49 elecciones para siete países entre 1983 y 1999. Sus estimaciones indican que los resultados electorales están altamente influenciados, en la dirección esperada, por el desempeño macroeconómico en el año anterior a la elección.

Stockes (2001) utiliza datos de 23 elecciones entre los años 1980-1990 con el propósito de valorar cómo el electorado juzga al partido de gobierno que, haciendo campaña por la estabilidad orientada a políti-

Los años de altas expectativas sobre la democratización así como sobre las políticas tipo Consenso de Washington han terminado.

cas proteccionistas, una vez en la presidencia cambia por políticas orientadas al mercado. Stockes (2001) encuentra que tanto para los que cambian las políticas prometidas como para los que no, el crecimiento económico y la inflación afectan su participación en los votos de la manera esperada.

Estos estudios empíricos se apoyan en el argumento de votación económica retrospectiva tanto en las elecciones presidenciales como en las legislativas. Éstos aclaran que las decisiones de votos también están influenciadas por factores políticos, institucionales y estructurales, y que algunos de estos factores pueden influenciar severamente la manera como los votantes juzgan los resultados económicos. Así, con base en estos estudios, se pueden derivar dos hipótesis para poner a prueba empíricamente:

1. El soporte electoral para el partido de gobierno es mayor con un mejor desempeño de los resultados económicos agregados durante su administración.
2. La sensibilidad de la respuesta electoral a los resultados económicos depende de las características institucionales del régimen político y el sistema de partidos.

Como se mencionó, en la votación económica normal sólo los resultados pasados influyen en la visión de la gente. Sin embargo, no es el único patrón, especialmente en el proceso de una profunda reforma económica. Si hay buenas razones para creer que las circunstancias pasadas no son buenos indicadores del futuro, otra información diferente a los resultados económicos pasados puede influir en las decisiones electorales de la gente. Por ejemplo, los votantes pueden reconocer que las circunstancias pasadas fueron afectadas por factores que van más allá del control del gobierno y exonerar al partido de gobierno de la responsabilidad por la declinación pasada de su bienestar. Entonces, los votantes pueden pronosticar su bienestar futuro como una función de las políticas de gobierno, más que como una extrapolación del pasado, es decir basarán su voto en sus creencias sobre el futuro.

Los economistas han hecho un esfuerzo considerable para evaluar el impacto de las políticas del Consenso de Washington en el crecimiento económico, la distribución del ingreso, los niveles de empleo y otras variables. Sin embargo, no ha habido un esfuerzo comparable para examinar si esos resultados son consistentes con la respuesta electoral a estas políticas. El único estudio en la materia realizado por Carlos Gervasoni (1997) ha encontrado correlaciones positivas entre varios indicadores de políticas *heterodoxas* (antineoliberales) y pér-

didadas en la participación de votos de los partidos que han adoptado estas políticas. Sus resultados sugieren que las políticas del Consenso de Washington no traen costos electorales y pueden incluso producir beneficios electorales, probablemente porque traen efectos económicos positivos.

Sin embargo, es un gran acto de fe asumir que las creencias de la gente corresponden a las verdaderas consecuencias de las políticas. A la hora de describir los resultados de las políticas, la ideología y la opinión de los líderes podrían ser más importantes para mucha gente que su entendimiento limitado de cómo las políticas influyen en las estructuras sociales y económicas para afectar la producción, el empleo y la distribución del ingreso. La evidencia de cómo estos factores influyen en las respuestas electorales es muy escasa. Sin embargo, en casos de estudio detallados para Argentina y Venezuela hechos por Javier Corrales (2002) se muestra claramente que la reacción del electorado a la adopción de políticas económicas neoliberales en los años noventa fue mediada por la estructura de partido y otros factores institucionales.

Si los votantes se preocupan acerca de las políticas y no sólo de los resultados pasados, los anuncios de política de los candidatos presidenciales serían una fuente clave de información. Sin embargo, las promesas de campaña son a menudo predictores pobres de la política actual: de acuerdo con Stokes (2001), de 33 gobiernos latinoamericanos que adoptaron reformas promercado entre 1982 y 1995, sólo cerca de la mitad (17) dieron pistas en sus campañas de que dichas reformas serían

implementadas. Esto trae a colación varios asuntos que requieren análisis empírico. Primero, ¿los anuncios de política influyen en las decisiones electorales? Evidencia empírica de Estados Unidos y otras economías industrializadas avanzadas muestran que sí. Un segundo asunto

La visión más conocida de la respuesta del electorado a las políticas económicas se basa en el argumento de la “votación económica”: la gente fundamenta sus decisiones electorales en cálculos de costo y beneficio.

empírico es si desviarse de las promesas de campaña acarrea costos electorales para el partido titular de gobierno. Aunque las desviaciones pueden ser en principio costosas, ellas pueden producir un rendimiento positivo si son signo del compromiso del partido de gobierno por alcanzar un resultado económico deseable al costo del más inmediato apoyo de sus partidarios. De acuerdo con Stokes (2001), las desviaciones de las promesas de campaña tienen costos electorales, aunque sólo débiles.

Adicionalmente, la literatura sobre votación económica sugiere que las políticas, y no sólo los resultados, pueden influenciar las decisiones electorales. Como con los resultados, la posición de los votantes con respecto a las políticas puede ser mediada por una gran cantidad de factores, incluyendo consideraciones ideológicas, pronunciamientos de política durante la campaña electoral, y el estado de la economía durante el tiempo de las elecciones.

Esto nos da las siguientes hipótesis adicionales para verificar:

3. El apoyo electoral para el partido de gobierno depende de las políticas económicas adoptadas. Las políticas pueden implicar costos electorales incluso aunque produzcan buenos resultados económicos.
4. La tolerancia del electorado a las políticas impopulares depende de la ideología del partido de gobierno, sus propuestas de campaña, y el estado inicial de la economía.

Aproximación empírica

Ninguno de los estudios empíricos revisados ofrece un modelo teóri-

co de comportamiento electoral completamente desarrollado, y nosotros no tenemos la intención de proveer uno. Sin embargo, las hipótesis que salen de esta literatura pueden ser organizadas en un marco conceptual simple en el cual la persistencia del voto por el partido de gobierno es una función de un vector de resultados económicos y un vector de políticas.

La descripción de los aspectos relevantes del marco conceptual de la especificación se resumen en el cuadro 1.

Nuestro marco de trabajo para la votación económica es relevante tanto para las elecciones presidenciales como para las legislativas. Así, estimamos por separado los modelos para

las elecciones presidenciales y las elecciones legislativas con un panel de datos para 17 países iniciando desde la mitad de los años ochenta. La regresión se corre usando un estimador de efectos fijos.

Datos y fuentes

La base de datos incluye un total de 66 elecciones presidenciales y 81 elecciones legislativas en 17 países latinoamericanos en el período 1985-2002.

Variables

Las variables utilizadas para la estimación se resumen en el cuadro 2.

Cuadro 1
Marco de trabajo para probar las hipótesis de votación económica

Ecuación 1
$$\frac{V_t}{V_{t-1}} = A * \left(\frac{X_t}{X_{t-1}} \right)^\beta * \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} \right)^\gamma * u_t$$

donde:

- V_t y V_{t-1} : participación de votos del partido de gobierno, al principio y al final del período de gobierno
- X_t y X_{t-1} : resultados económicos en el momento de cada elección
- P_t y P_{t-1} : políticas en esos dos momentos
- A : conjunto de otros parámetros que puedan influenciar la estabilidad del voto por el partido de gobierno
- U_t : término de error

β , γ son nuestros parámetros de interés, pues con ellos podemos aprobar o refutar las hipótesis, así:

Hipótesis 1: $\beta > 0$ para resultados económicos deseables
 $\gamma = 0$ dado que ignora la influencia de las políticas

Hipótesis 2: β función de algunas características del sistema político como la fragmentación y la polarización

Hipótesis 3: $\gamma < 0$ probablemente negativo si las políticas promercado no le gustan al electorado

Hipótesis 4: γ función de factores de contexto político y económico en el año electoral

Para estimar los parámetros relevantes, la expresión previa puede ser escrita en logaritmos así:

Ecuación 2
$$d \log(V_t) = \alpha + \psi \log(F) + \beta * d \log(X_t) + \gamma * d \log(P_t) + \varepsilon_t$$

donde:

- $d \log(v_t)$: cambio en la participación de los votos del partido de gobierno entre t , tiempo en que el desempeño es evaluado, y $t-1$, cuando el partido fue elegido
- $d \log(x_t)$ y $d \log(p_t)$: cambios en los resultados económicos y políticas respectivamente
- ε_t : equivalente a $\log(u_t)$
- $\alpha + \psi \log(F)$: equivalente a $\log(A)$, con α como constante y F como un conjunto de variables políticas de control

La regresión se corre usando un estimador de efectos fijos

Ecuación 3
$$d \log(V_t) = \alpha + \psi \log(F_t) + \beta * d \log(X_t) + \gamma * d \log(P_t) + \lambda C + \varepsilon_t$$

donde C es el conjunto de *dummies* de los países.

Cuadro 2
Variables utilizadas en la aproximación empírica

Variables	Descripción
Variable dependiente:	Cambio en la participación (en logaritmos) de votos por el partido de gobierno en las elecciones presidenciales y para el partido mayoritario en el Congreso en elecciones legislativas.
Variables independientes:	
Variables políticas:	
Fragmentación	Número efectivo de partidos
Polarización	Ideología partidista
Variable <i>dummy</i> de gobiernos divididos	Se usa cuando el partido de gobierno no es mayoritario en el Congreso
Medidas de expectativa:	
Promesas promercado	Mide qué posiciones adoptadas por el partido de gobierno durante su campaña de elección fueron promercado
Ideología orientada a la derecha	Clasifica los partidos de izquierda a derecha de acuerdo con su ideología económica
Índices de cambio:	
Índice 1	Mide la desviación entre la cantidad de reformas promercado implementadas por la administración y las promesas promercado en la campaña
Índice 2	Mide la desviación entre las reformas y una medida de ideología (izquierda-derecha) del partido
Variables económicas	
Inflación	Pérdida anual del poder adquisitivo de la moneda
Crecimiento	Variación anual del PIB
Desempleo	Medido por la tasa de desempleo
Distribución del ingreso	Medida por el coeficiente de Gini
Variables de política:¹	
Políticas macroeconómicas:	
Disciplina fiscal	Balance fiscal del Gobierno Central basado en datos del Banco Mundial
Gasto público en servicios sociales e infraestructura	Gasto en educación, salud e infraestructura, basado en datos de la Cepal y el Banco Mundial
Tasa de cambio competitiva	Logaritmo de la distancia entre la tasa de cambio observada y su tendencia, computada por el filtro de Hodrick-Prescott
Reformas estructurales:	
Reforma tributaria	Índice compuesto de niveles y efectividad de los impuestos de renta corporativos, personal y el valor agregado, tomado de un trabajo anterior de Lora
Liberalización de tasas de interés	Índice de Lora de liberalización financiera, que incluye indicadores sobre libertad de tasas de interés, requerimientos de reserva y calidad de regulación y supervisión del sector financiero
Liberalización del comercio	Índice que combina los promedios y la dispersión de las tarifas de importación, tomado también de un trabajo previo de Lora
Privatizaciones	Medido por un índice de Lora como el valor acumulado de ventas de empresas estatales al sector privado, en porcentaje del PIB
Reformas institucionales:	
Protección a los derechos de propiedad	Medida combinada del riesgo de expropiación y el riesgo de repudiación de los contratos del gobierno
Índices compuestos:	
Índice 1	Promedio simple de los indicadores de los tres componentes en escala de 0 a 1, donde 0 corresponde a la observación más baja y 1 a la observación más alta para todo el período y el conjunto de países de la muestra
Índice 2	Promedio simple de los índices de reforma tributaria, liberalización financiera, liberalización comercial y privatizaciones (también calculado de 0 a 1)

1: Se define el Consenso de Washington de acuerdo con la lista de políticas incluidas en Williamson(1990).

Resultados econométricos

La conclusión central

Para los lectores más impacientes, el resultado más importante es la regresión resumida en el cuadro 4, la cual indica que el electorado es altamente sensible a uno de los resultados económicos, la inflación, y rechaza fuertemente la adopción de políticas promercado. Nuestras estimaciones implican que una reduc-

ción típica en la tasa de inflación, por ejemplo de 20% a 8%, durante el mandato presidencial, aumenta el voto de su partido en 21%. Sin embargo, si el mismo partido de gobierno también introduce reformas promercado, el partido perdería 23% de los votos. En otras palabras, la adopción del paquete estándar del Consenso de Washington trae recompensas electorales positivas sólo si es implementado en un período de alta inflación.

Es cierto que nuestra regresión exagera el efecto negativo de las políticas promercado porque éstas pueden ayudar a reducir la tasa de inflación y a incrementar la tasa de crecimiento. Tomando el extremo, este argumento implicaría que el efecto total de la adopción de políticas promercado sería la suma del efecto directo capturado en el coeficiente de la regresión del cuadro 4 y los efectos indirectos de los cambios en las tasas de inflación y crecimiento. Basado

Cuadro 3
Estadísticas de resumen

Variable	Elecciones presidenciales						Elecciones legislativas					
	Número de observaciones	Media	Mediana	Desviación estándar	Mínimo	Máximo	Número de observaciones	Media	Mediana	Desviación estándar	Mínimo	Máximo
Dependiente												
Votos (participaciones)	48	0.35	0.36	0.17	0.00	0.64	72	0.36	0.38	0.14	0.00	0.62
Políticas												
Fragmentación	52	3.33	2.70	1.62	1.85	8.27	72	3.37	2.80	1.54	1.85	8.27
Polarización (0-1)	51	0.38	0.33	0.22	0.03	0.92	67	0.34	0.30	0.19	0.03	0.91
Gobierno dividido (<i>dummy</i>)	47	0.13	0.00	0.34	0.00	1.00	72	0.01	0.00	0.12	0.00	1.00
Reglas de juego	16	-0.23	-0.44	0.50	-0.81	1.19	16	-0.23	-0.44	0.50	-0.81	1.19
Promesas (0-1)	33	0.55	0.50	0.26	0.25	1.00	25	0.56	0.50	0.27	0.25	1.00
Ideología (0-1)	42	0.60	0.50	0.33	0.00	1.00	68	0.55	0.33	0.32	0.00	1.00
Índice de cambio con ideología (-1,+1)	39	0.00	0.00	0.08	-0.11	0.48	39	0.00	0.00	0.08	-0.11	0.48
Índice de cambio con promesas (-1,+1)	32	0.05	0.01	0.12	-0.06	0.24						
Resultados												
Inflación (log, cambio)	49	-0.09	-0.03	0.24	-0.74	0.32	71	-0.07	-0.04	0.20	-0.71	0.40
Crecimiento (log, cambio)	52	-0.01	-0.01	0.08	-0.25	0.14	72	-0.02	-0.02	0.06	-0.19	0.15
Crisis	52	0.02	0.01	0.04	0.00	0.15	72	-0.02	0.00	0.03	-0.14	0.00
Desempleo (log, cambio)	44	0.00	0.00	0.03	-0.08	0.09	63	0.00	0.00	0.03	-0.06	0.07
Coefficiente de Gini (log, cambio)	49	-0.01	-0.01	0.03	-0.10	0.10	69	0.00	-0.01	0.03	-0.10	0.10
Consenso de Washington												
Índice macro (log, cambio)	51	0.12	0.06	0.40	-1.00	1.70	70	0.08	0.04	0.34	-0.99	1.70
Balance fiscal estructural (% del PIB, cambio)	44	0.00	0.00	0.04	-0.07	0.12	63	0.00	0.00	0.03	-0.07	0.11
Tasa de cambio real (tendencia en log, cambio)	51	0.00	-0.04	0.26	-0.61	0.67	70	-0.01	-0.01	0.22	-0.61	0.67
Gasto social (% del PIB, cambio)	50	0.01	0.00	0.02	-0.02	0.05	69	0.01	0.00	0.02	-0.03	0.06
Índice de reformas estructurales												
Índice de reforma estructural (log, cambio)	49	0.23	0.19	0.21	-0.09	0.78	68	0.17	0.12	0.19	-0.09	0.78
Índice comercial (log, cambio)	49	0.18	0.06	0.30	-0.32	1.15	68	0.15	0.04	0.29	-0.24	1.15
Índice financiero (log, cambio)	51	0.30	0.03	0.44	-0.15	1.38	70	0.23	0.03	0.35	-0.15	1.38
Índice de impuestos (log, cambio)	52	0.10	0.06	0.23	-0.29	0.81	72	0.10	0.03	0.23	-0.29	0.71
Índice de privatizaciones (cambio)	52	0.09	0.00	0.17	-0.03	0.97	72	0.06	0.00	0.15	-0.01	0.97
Índice institucional	51	0.27	0.19	0.35	-0.22	1.26	71	0.19	0.10	0.28	-0.51	0.93

Cuadro 4
Impacto de los resultados económicos y las políticas del Consenso de Washington
en las elecciones presidenciales, 1985-2002: resultados con efectos fijos de los países

Variables independientes ¹	Variable dependiente: cambio en la participación de los votos ²
Resultados económicos	
Inflación (cambio en la pérdida de poder de compra)	-2.030 (2.09)*
Crecimiento (cambio en la tasa de crecimiento, log)	-1.016 (0.74)
Reformas Consenso de Washington	
Índice de reformas estructurales (log,cambio)	-1.569 (2.98)***
Constante	0.627 (0.85)
Estadísticas de resumen	
Número de observaciones	37
Número de países	17
R cuadrado	0.80
Efectos fijos de países	Si

* significancia al 10%.
 *** significancia al 1%.
¹ La regresión también incluye como variables de control las medidas de gobierno dividido, polarización, y fragmentación.
² La variable dependiente es el cambio en el logaritmo de la participación de votos del partido de gobierno. Estadísticos t están entre paréntesis.

Cuadro 5
Estimación del efecto total de las reformas
promercado en las elecciones presidenciales (elasticidades)

Efecto	Inflación	Crecimiento	total
Efecto de las reformas en inflación o crecimiento	-0.361	0.133	
Efecto de la inflación o crecimiento en el voto	-2.030	-1.016	
Efecto indirecto de las reformas en el voto (vía inflación o crecimiento)	0.733	-0.135	0.598
Efecto directo ¹			-1.569
Efecto total (indirecto + directo)			-0.971

¹ Como se estimó en el cuadro 4.

en este cálculo, el efecto total aparece sustancialmente suavizado: -0.97 en vez de -1.57. Pero aun así, el gobierno reformista sacrifica 15% del voto por las reformas (cuadro 5). Así, la conclusión central es que, incluso si concedemos que las reformas electorales tienen fuertes beneficios positivos en crecimiento e inflación, su costo electoral está lejos de ser insignificante.

Aparte de las reformas promercado, las otras políticas del Consenso de Washington no afectan el comportamiento electoral. Así mismo, no

encontramos evidencia robusta de que cualquier otro resultado económico diferente a la inflación afecte el voto en las elecciones presidenciales. En las elecciones legislativas los resultados son menos sencillos, ya que ellos están mediados por diversas variables políticas y de contexto.

¿Importan los resultados económicos?

Vamos ahora sí a los detalles. Empecemos nuestros análisis empíricos probando la versión simple del

modelo de votación económica, en el cual los votantes actualizan su opinión del partido de gobierno basándose en los cambios observados desde la última elección en las variables económicas claves, X_t . Incluimos como controles adicionales un conjunto de variables políticas (representadas por F) que pueden afectar el voto por el partido de gobierno, específicamente, nuestras medidas de fragmentación política, polarización y división de gobierno. Otros factores específicos al país también pueden tener influencia en la persistencia del voto por el partido de gobierno. Esa es la razón para usar la técnica de efectos fijos.

El cuadro 6 nos da algún apoyo a esta versión simple de la hipótesis de votación económica: en todas las regresiones, los cambios en la inflación tienen el signo esperado y tienen un impacto significativo en el voto en las elecciones presidenciales. Sin embargo, cambios en la tasa de crecimiento rara vez son significativos y cuando se incluyen en la regresión con la inflación muestran el signo

Cuadro 6
Impacto de los resultados económicos en las elecciones presidenciales,
1985-2002: resultados con efectos fijos de los países ¹

Variable independiente	Variable dependiente: cambio en el logaritmo de la participación de votos del partido de gobierno								
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Políticas									
Fragmentación (rezagada)	0.588 (1.31)		0.588 (1.19)	0.121 (0.18)	0.589 (1.14)	0.669 (1.19)	-0.364 (0.45)	-0.546 (0.59)	0.023 (0.04)
Polarización (rezagada)		0.938 (0.80)	0.939 (0.79)	0.700 (0.73)	0.938 (0.78)	1.192 (0.70)	3.636 (1.11)	3.150 (1.44)	0.509 (0.64)
Gobiernos divididos (<i>dummy</i> , rezagada)	-0.345 (1.05)	-0.442 (0.82)	-0.539 (1.11)	-0.451 (0.86)	-0.537 (1.09)	-0.584 (1.05)	0.629 (1.98)*	0.171 (0.48)	-0.269 (0.76)
Resultados económicos									
Inflación (cambio en la pérdida de poder de compra)				-1.127 (1.80)*				-1.924 (2.08)*	-1.674 (1.91)*
Crecimiento (cambio en la tasa de crecimiento, log)					-0.034 (0.03)			-2.683 (1.45)	-2.828 (1.70)
Coefficiente de Gini (cambio)						0.624 (0.23)		-2.256 (0.70)	
Tasa de desempleo (cambio)							2.510 (1.06)	-4.307 (1.24)	
Constante	-0.804 (1.73)*	-0.453 (1.41)	-1.028 (2.13)**	-0.743 (1.30)	-1.030 (1.99)*	-1.157 (1.82)*	-0.824 (1.01)	-0.806 (0.99)	-0.786 (1.56)
Estadísticas de resumen									
Número de observaciones	43	43	43	43	43	41	37	37	43
Número de países	17	17	17	17	17	17	15	15	17
R cuadrado	0.47	0.48	0.48	0.6	0.48	0.48	0.56	0.74	0.66
Efectos fijos de países	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
* significancia al 10%. *** significancia al 5%. ¹ Estadísticos t entre paréntesis.									

opuesto. Los resultados para el desempleo y la desigualdad son igualmente débiles.

En las elecciones legislativas la tasa de crecimiento es la única que algunas veces es significativa. Adicionalmente, la inflación y el crecimiento son importantes para los partidos pero a través de canales diferentes. El tamaño de los coeficientes sugiere que el partido de gobierno pierde entre 1% y 2% de sus votos por cada 1% de aumento de la inflación anual en el último año de su administración (con respecto al año anterior a su administración). Así mismo, el partido mayoritario en el legislativo

incrementa su participación en el número de sillas en cerca de 1% por cada 1% adicional de crecimiento económico en el año anterior a la elección. Ni los cambios en la tasa de desempleo, ni en la distribución del ingreso tienen un efecto clave en el comportamiento electoral.²

Estas conclusiones deben ser ahora calificadas de acuerdo con nuestra segunda hipótesis, específicamente, que la respuesta del electorado a los resultados económicos, β , depende de muchas características del sistema político, F.

El cuadro 7 sugiere que la respuesta del electorado a resultados

económicos está afectada por la estructura del sistema político, y de la manera esperada. En las elecciones presidenciales, en un sistema de partidos muy fragmentado, el castigo más severo del electorado al partido de gobierno es por un incremento en la tasa de inflación. La intuición detrás de este resultado es que en sistemas de partidos más fragmentados hay más competencia por

² Los cuadros con los resultados econométricos para las elecciones legislativas se omiten por espacio. Sin embargo, éstos pueden conseguirse en la versión original de este artículo.

los votos y posiblemente también más información disponible para los votantes y posibilidades de escoger entre amplias propuestas políticas, todo lo cual aumenta la sensibilidad del electorado a cambios en la situación económica. En contraste con la fragmentación de partidos, el grado de polarización no tiene influencia significativa en la

respuesta del electorado a los resultados económicos en las elecciones presidenciales.

En las elecciones legislativas, el caso es el opuesto: mientras que los términos de interacción entre los resultados económicos y la fragmentación no son significativos, la interacción con la polarización ideológica es significativa para la inflación y el crecimiento.

Estos resultados dan soporte a las hipótesis uno y dos.

¿Importan las políticas?

El siguiente paso es establecer si el electorado pone cuidado a las políticas y no sólo a los resultados. Nos concentraremos en los efectos electorales directos de las políticas mis-

Cuadro 7
Impacto de los resultados económicos interactuando con variables políticas en las elecciones presidenciales, 1985-2002: resultados con efectos fijos de los países ¹

Variables Independientes	Variable dependiente: cambio en el logaritmo de la participación de los votos del partido de gobierno					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Políticas						
Fragmentación (rezagada)	1.316 (2.27)**	-0.187 (0.24)	0.692 (1.53)	0.732 (1.15)	0.667 (1.35)	-0.141 (0.19)
Polarización (rezagada)	0.426 (0.77)	0.054 (0.08)	-0.205 (0.40)	1.002 (0.83)	1.040 (0.78)	1.518 (1.11)
Gobierno dividido (<i>dummy</i> , rezagada)	-0.500 (1.46)	-0.190 (0.40)	-0.373 (0.92)	-0.492 (0.91)	-0.664 (1.00)	-1.028 (1.59)
Resultados económicos e interacciones						
Inflación (cambio en la pérdida de poder de compra)	3.153 (2.66)**	-3.288 (1.86)*	-0.402 (1.89)*			
Inflación* fragmentación inicial	-3.351 (3.50)***					
Inflación* polarización inicial		5.039 (1.62)				
Inflación* gobierno dividido			-4.868 (19.97)***			
Crecimiento (tasa de crecimiento, log)				-1.717 (0.48)	1.198 (0.49)	1.032 (0.95)
Crecimiento* fragmentación inicial				1.751 (0.40)		
Crecimiento* polarización inicial					2.849 (0.40)	
Crecimiento* gobierno dividido						-36.076 (1.80)*
Constante	-1.545 (2.45)**	-0.474 (0.52)	-0.938 (2.10)**	-1.191 (1.95)*	-1.142 (2.03)*	-0.427 (0.67)
Estadísticas de resumen						
Número de observaciones	43	43	43	43	43	43
Número de países	17	17	17	17	17	17
R cuadrado	0.80	0.70	0.87	0.49	0.49	0.59
Efectos fijos de los países	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí

* significancia al 10%.
 ** significancia al 5%.
 *** significancia al 1%.
¹ Estadístico t entre paréntesis.

Cuadro 8
Impacto de los resultados económicos y de las políticas del Consenso de Washington en las elecciones presidenciales.
1985-2002: resultados con efectos fijos de los países ¹

Variable independiente	Variable dependiente: cambio en el logaritmo de la participación de votos del partido de gobierno												
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
Políticas													
Fragmentación (rezagada)	0.122 (0.16)	1.087 (1.21)	0.263 (0.36)	0.276 (0.36)	-1.436 (1.55)	-0.945 (0.97)	-0.043 (0.05)	0.099 (0.12)	-0.118 (0.15)	-0.052 (0.06)	-1.722 (2.11)*	-1.347 (1.93)*	-1.026 (0.84)
Polarización (rezagada)	0.341 (0.42)	0.934 (0.95)	0.365 (0.48)	0.391 (0.48)	2.298 (1.72)	1.834 (1.21)	0.165 (0.23)	0.350 (0.42)	0.608 (0.61)	0.159 (0.21)	2.114 (2.17)**	3.357 (2.48)**	4.456 (2.60)**
Gobierno dividido (<i>dummy</i> , rezagada)	-0.190 (0.51)	-0.695 (1.99)*	-0.396 (1.07)	-0.211 (0.61)	0.103 (0.51)	-0.199 (0.57)	-0.177 (0.53)	-0.258 (0.69)	-0.401 (0.87)	-0.209 (0.61)	-0.107 (0.46)	-0.194 (0.69)	-0.404 (0.65)
Resultados económicos													
Inflación (cambio en la pérdida de poder de compra)	-1.544 (1.61)	-1.820 (2.15)*	-1.793 (1.54)	-1.558 (1.35)	-2.030 (2.09)*	-1.736 (1.81)*	-2.381 (2.00)*	-1.674 (1.52)	-1.899 (1.86)*	-2.424 (2.10)*	-3.195 (3.16)***	-2.735 (3.82)***	-2.159 (3.11)**
Crecimiento (cambio en la tasa de crecimiento, log)	-2.861 (1.75)*	-2.788 (1.59)	-2.140 (1.47)	-2.998 (1.61)	-1.016 (0.74)	-1.256 (0.99)	-3.447 (1.78)*	-2.652 (1.55)	-2.540 (1.63)	-3.050 (1.82)*	-1.793 (1.32)	-2.211 (1.22)	-2.003 (1.17)
Consenso de Washington													
Índice de reformas macroeconómicas (log, cambio)	-0.463 (1.72)										0.353 (1.43)		
Balance fiscal estructural (% del PIB, cambio)		-0.066 (2.20)**										-0.007 (0.41)	-0.012 (0.38)
Tasa de cambio real (tendencia en logs, cambio)			0.403 (0.88)										
Gasto social (% del PIB, cambio)				-6.790 (1.31)									
Índice de reformas estructurales (log, cambio)					-1.569 (2.98)***						-1.938 (3.95)***	-1.825 (4.23)***	
Índice de reforma comercial (log, cambio)						-0.844 (2.24)**							-0.845 (1.82)
Índice de reforma financiera (log, cambio)							-0.073 (0.37)						
Índice de privatizaciones (cambio)								0.064 (0.09)					
Índice de impuestos (log, cambio)									-0.776 (1.50)				-0.877 (1.43)
Índice de reformas institucionales (log, cambio)										-0.232 (0.73)	-0.049 (0.20)		
Constante	-0.792 (1.18)	-1.837 (1.83)*	-0.933 (1.56)	-0.850 (1.47)	-0.627 (0.85)	-0.061 (0.08)	-0.759 (0.92)	-0.826 (1.31)	-0.647 (1.03)	-0.654 (0.79)	0.805 (1.07)	0.197 (0.29)	-0.620 (0.62)
Estadísticas de resumen													
Número de observaciones	40	33	40	39	37	37	39	40	40	39	36	31	31
Número de países	15	15	17	16	17	17	17	17	17	16	15	15	15
R cuadrado	0.67	0.79	0.64	0.64	0.80	0.76	0.70	0.63	0.69	0.71	0.89	0.91	0.91
Efectos fijos de los países	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí

* significancia al 10%.

** significancia al 5%.

*** significancia al 1%.

¹ Estadístico t entre paréntesis.

mas (como se captura en el coeficiente γ).

Las primeras cuatro regresiones del cuadro 8 valoran la influencia de las políticas en las elecciones presidenciales. El único indicador que muestra alguna significancia es el balance fiscal estructural, el cual aparece con un signo negativo en la regresión 2, lo cual implica que el electorado reacciona contra una restricción fiscal. La inflación siempre mantiene el signo correcto y es significativa en esta regresión particular. Luego, aunque el electorado quiere estabilidad de precios, no recompensa a partidos que toman medidas buscando ese objetivo, medidas como el ajuste fiscal.

El electorado se opone enfáticamente a algunas reformas promercado, de acuerdo con las regresiones 5 a 9. Los coeficientes para el índice total de reformas y para las políticas de liberalización comercial son altamente significativos, con elasticidades de -1.57 y -0.84 respectivamente. El resumen de estas regresiones es, fundamentalmente, que el rendimiento electoral de las reformas promercado es negativo y robusto estadísticamente.

La regresión 10 evalúa el efecto de la protección a los derechos de propiedad y encuentra que esto no influye en el comportamiento del electorado. La regresión 11 es un intento por resumir la influencia de todas las políticas del Consenso de Washington, utilizando los índices compuestos. El resultado es que mientras el electorado no mantiene una visión fuerte de las políticas macroeconómicas y de derechos de propiedad, sí lo hace en políticas promercado.

En resumen, esta evidencia soporta la hipótesis de que el electorado recompensa al partido de gobierno por buenos resultados macroeconómicos (inflación en particular) pero castiga la adopción de reformas promercado atadas al Consenso de Washington.

Por el lado de las elecciones legislativas, las regresiones desarrolladas trabajan con varios indicadores de reformas promercado, sugiriendo que éstas no tienen costo electoral en elecciones legislativas, excepto las privatizaciones. No obstante, esta evidencia no es robusta estadísticamente.

La conclusión principal que emerge de la evidencia empírica presentada hasta ahora es que el electorado está a favor de algunos resultados económicos así como de algunas políticas económicas. La inflación y el avance en reformas promercado son razones clave para retirar el apoyo al partido de gobierno en las elecciones presidenciales.

Para concluir, es justo decir que al electorado no le gustan las reformas promercado, independientemente de sus resultados. Sin embargo, estas conclusiones requieren pruebas adicionales puesto que la respuesta del electorado puede depender de circunstancias políticas, institucionales y económicas, como se mencionó en la hipótesis 4.

¿Importa el contexto?

La sensibilidad del electorado a las políticas del Consenso de Washington puede estar influenciada por variables de contexto como la ideología del partido de gobierno, las promesas del partido de gobierno durante su campaña electoral o si la economía estaba en crisis al momento previo a las elecciones.

Ante los resultados estimados, la conclusión principal es que el contexto en el cual las reformas tienen lugar no afecta la sensibilidad del electorado a estas reformas, excepto en el caso de

las reformas tributarias. Estas últimas generan ganancias sólo cuando en la campaña se hicieron promesas de medidas promercado. En las elecciones legislativas, los factores de contexto juegan un papel importante sólo para las privatizaciones, pues las llevadas a cabo por partidos con ideología promercado tienen menores costos que las llevadas a cabo por partidos con otra ideología.

La conclusión más importante de este artículo puede no sorprender a los científicos políticos, pero seguramente sorprenderá a muchos economistas: ¿por qué el electorado rechaza las políticas que mejoran los resultados económicos y el bienestar?

Conclusiones

Este artículo ha valorado las consecuencias electorales de las políticas del Consenso de Washington en América Latina con base en hipótesis verificables derivadas de estudios empíricos y casos de estudio sobre la materia. Los resultados dan soporte calificado a nuestras cuatro hipótesis principales, como sigue:

1. *El soporte electoral para el partido de gobierno es superior cuanto mejor sean los resultados económicos agregados durante su administración.*

2. *La sensibilidad del apoyo electoral a los resultados económicos depende de las características institucionales del régimen político y del sistema de partidos.*

3. *El apoyo electoral para el partido de gobierno depende de las po-*

líticas económicas adoptadas. Las políticas pueden implicar costos electorales incluso aunque produzcan buenos resultados económicos.

4. *La tolerancia del electorado a políticas impopulares depende de la ideología del partido de gobierno, sus propuestas de campaña, y el estado inicial de la economía.*

La conclusión más importante de este artículo –que las reformas promercado acarrearán costos electorales sin importar sus efectos macroeconómicos– puede no sorprender a los científicos políticos, pero seguramente sorprenderá a muchos economistas: ¿por qué el electorado rechaza las políticas que mejoran los resultados económicos y el bienes-

tar? Aunque este artículo no está dirigido a responder esta pregunta, algunos resultados (no reportados) sugieren que muchas de las hipótesis simples propuestas para responder dicha pregunta están incompletas. El por qué los latinoamericanos rechazan las reformas promercado en las encuestas se mantiene como una pregunta abierta. **ANIF**

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Coppedge, M., 1997, "A Classification of Latin American Political Parties", *Working Paper 244*, University of Notre Dame, noviembre.
- _____. 2001, "Political Darwinism in Latin America's Lost Decade", en *Political Parties and Democracy*, editado por L. Diamond y R. Gunther, John Hopkins University Press.
- Corrales, J., 2002, *Presidents without Parties: The Politics of Economic Reform in Argentina and Venezuela in the 1990s*, Pennsylvania State University Press.
- Galiani, S., P. Gertler, y E. Schargrodsky, 2005, "Water for Life: The Impact of the Privatization of Water Supply on Child Mortality", *Journal of Political Economy* 113: 83-120, febrero.
- Galiani, S., D. Heymann, y M. Tommasi, 2003, "Great Expectations and Hard Times: The Argentine Convertibility Plan", *Economía* 3(2): 109-60.
- Galiani, S., y H. Hopenhayn, 2003, "Duration and Risk of Unemployment in Argentina", *Journal of Development Economics* 71(1):199-212.
- Galiani, S., y F. Sturzenegger, 2005, "Structural Reform and Displaced Workers Earnings", Universidad Torcuato Di Tella, mimeo.
- Galiani, S., y otros, 2005, "The Benefits and Costs of Privatization in Argentina: A Microeconomic Analysis", en *Privatization in Latin America: Myth and Realities*, editado por A. Chong y F. Lopez-De Silanes, Stanford University Press (próximamente).
- Gervasoni, C., 1997, "La sostenibilidad electoral de los programas de estabilización y reforma estructural: los casos de Argentina y Perú", Universidad Católica Argentina, Universidad Torcuato Di Tella, mimeo.
- Kuczynski, P.P.-P., and J. Wi-Williamson, eds. 2003, *After the Washington Consensus. Restarting Growth and Reform in Latin America*, Washington: Institute for International Economics (marzo).
- Lora, E., 2001, "Structural Reforms in Latin America: What Has Been Reformed and How to Measure It", Research Department *Working Paper* 462, Washington: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Lora, E., y U. Panizza, 2002, "Structural Reforms under Scrutiny", Research Department *Working Paper* 470, Washington: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Lora, E., U. Panizza, y Myriam Quispe-Agnoli, 2004, "Reform Fatigue: Symptoms, Reasons, Implications", *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review* (segundo trimestre): 1-28.
- Lora, E. y M. Olivera, 2005, "The Electoral Consequences of the Washington Consensus", *Economía*, Revista de la LACEA (Latin American and Caribbean Economic Association), Primavera.
- Remmer, K. L., 1991, "The Political Impact of Economic Crisis in Latin America in the 1980s", *American Political Science Review* 85(3): 777-800.
- _____. 2003, "Elections and Economics in Contemporary Latin America", en *Post-Stabilization Politics in Latin America*, editado por C. Wise y R. Roett, Brookings.
- Roberts, K. M., y E. Wibbels, 1999, "Party System and Electoral Volatility in Latin America: A Test of Economic, Institutional, and Structural Explanations", *American Political Science Review* 99(3): 575-90.
- Stokes, S., 2001a, *Mandates and Democracy. Neoliberalism by Surprise in Latin America*, Cambridge University Press.
- _____. 2001b, *Public Support for Market Reforms in New Democracies*, Cambridge University Press.
- Williamson, J., 1990a, *Latin American Adjustment: How Much Has Happened*, Washington: Institute of International Economics.
- _____. 1990b, "What Washington Means by Policy Reform", en *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?*, editado por J. Williamson, Washington: Institute for International Economics.

El comercio exterior colombiano en el siglo xx

Leonardo Villar*
Pilar Esguerra*

I. Endogeneidad de la política comercial

La economía colombiana se caracterizó durante la mayor parte del siglo XX por altos niveles de protección arancelaria y para-arancelaria, los cuales contribuyeron a mantener un bajo grado de apertura comercial, no obstante la impresionante caída en los costos de transporte y comunicaciones que tuvo lugar a lo largo del siglo.

El sesgo proteccionista de la política comercial ha sido interpretado por varios analistas como resultado de decisiones de carácter ideológico, amparadas en las recomendaciones que Raúl Prebisch y la Cepal hicieron durante los años cincuenta y sesenta. En contraposición con esa visión, la hipótesis central del presente artículo se encuentra en línea con la planteada hace más de dos décadas por Ocampo (1984), según la cual las políticas de protección adoptadas durante el siglo XX constituyeron una respuesta endógena de las autoridades frente a las condiciones que enfrentaron en cada momento.¹ En particular, esas

políticas respondieron a las inmensas restricciones fiscales que imperaron entre el comienzo del siglo y los años veinte y a la escasez estructural de divisas que enfrentó la economía desde los años treinta hasta los setenta. La relativa liberalización que tuvo lugar en algunos períodos sólo fue posible cuando hubo mayor acceso a recursos financieros internacionales y/o incrementos en la generación de ingresos por exportaciones. Éste fue el caso de la “danza de los millones” de los años veinte, la bonanza cafetera de los setenta y, de forma más permanente, el período de apertura económica que se inició en el segundo lustro de los ochenta.

Nuestra interpretación de la política comercial como una respuesta endógena de las autoridades frente a condiciones externas nos permite explicar un hecho de la historia económica de Colombia que resulta a primera vista paradójico. Nos referimos a la relación particular entre los ciclos de la tasa de cambio y la política comercial. A lo largo del siglo XX, las fases de liberalización comercial en Colombia típicamente co-

incidieron con procesos temporales de apreciación real del peso, pese a que las mayores importaciones que se daban en un contexto de mayor liberalidad deberían haber inducido una presión hacia la depreciación a través de la demanda de divisas correspondiente. Este resultado paradójico sólo es comprensible bajo una hipótesis como la que sugerimos en este trabajo sobre la endogeneidad de la política comercial. Los procesos de apreciación real de la tasa de cam-

* Leonardo Villar es miembro de la Junta Directiva y Pilar Esguerra es investigadora de la Unidad de Investigaciones del Banco de la República. Las opiniones expresadas aquí son estrictamente personales. El presente artículo resume un trabajo más amplio realizado en el contexto de un proyecto sobre historia económica colombiana en el siglo XX coordinado por Miguel Urrutia y James Robinson. Ver Villar y Esguerra (2005).

¹ Con una perspectiva latinoamericana, Coatsworth y Williamson (2002) desarrollan el argumento de endogeneidad de la política de importaciones en América Latina entre 1870 y 1930.

bio coincidieron con períodos de abundancia de oferta de divisas en los cuales se facilitaba para las autoridades relajar temporalmente las políticas de protección arancelaria y para-arancelaria.

La paradoja anterior resulta particularmente llamativa cuando se toma en cuenta que, al aislar las oscilaciones de corto y mediano plazo, la tasa de cambio real en Colombia exhibió una tendencia de largo plazo a la depreciación durante todo el siglo XX. Esa tendencia no se puede explicar satisfactoriamente por las diferencias en la evolución de la productividad de nuestro país frente a la de otras naciones o por una tendencia clara al deterioro de los términos de intercambio. Nuestra explicación se relaciona, por un lado, con una tendencia sostenida y gradual hacia la reducción de los costos de transporte y comunicaciones durante todo el siglo y, por otro, con el proceso de liberalización comercial que tuvo lugar a partir de los años sesenta.

La pregunta que surge en este contexto es por qué la tasa de cambio no cumplió el papel de ajustar el mercado cambiario desde el principio del siglo XX y tuvo que dejar ese papel a la política comercial.

Desde un punto de vista que llamaremos *economicista*, la escasez de divisas es simplemente el reflejo de un desequilibrio en el mercado cambiario, en el cual la tasa de cambio se encuentra por debajo de su nivel de equilibrio. La existencia de una política comercial más libre habría tenido el efecto de inducir dicha corrección vía un desplazamiento de la demanda de divisas. Este equilibrio habría implicado una tasa de cambio mayor, la cual habría estimulado las exportaciones e incrementado el nivel de apertura de la economía.

El problema de esta visión *economicista* es que no tiene en cuenta tres

problemas estructurales que caracterizaron la economía colombiana durante la mayor parte del siglo XX:

1) Bajas elasticidades precio del comercio exterior. Debido a la importancia relativa de los productos básicos, la elasticidad de las exportaciones frente a la tasa de cambio era muy baja, al menos en el corto plazo. Las exportaciones diferentes a las de café y mineras solamente adquirieron importancia en el último cuarto de siglo. Además, durante la mayor parte del siglo, el alto grado de complementariedad entre los bienes importados y los producidos internamente hacía que la respuesta de las importaciones a la tasa de cambio también fuera baja.

2) Bajos niveles iniciales de apertura comercial. Las limitaciones de la tasa de cambio para ajustar desequilibrios en la cuenta corriente de la balanza de pagos se incrementan por el bajo grado de apertura de la economía. Dadas las elasticidades de las exportaciones y las importaciones a la tasa de cambio real, los movimientos en la tasa de cambio real requeridos para corregir un déficit comercial (expresado como porcentaje del PIB) son mayores en una economía más cerrada.

3) Ausencia de financiación externa. Por las razones anteriores, cualquier intento de liberalización de la política comercial habría requerido financiamiento externo. Los movimientos inducidos en la tasa habrían sido insuficientes para generar el ajuste requerido, al menos en el corto plazo. Sin embargo, excepción hecha de los años veinte, el financiamiento externo no existió sino hasta los años setenta.

El punto de vista *economicista* interpreta la sobrevaluación de la mone-

da nacional como resultado de una política de tarifas arancelarias altas y fuertes restricciones a las importaciones. De acuerdo con esta visión, la política de importaciones es la variable exógena que explica el bajo grado de apertura de la economía colombiana. En nuestra perspectiva, en cambio, la política de importaciones fue un resultado de la escasez de divisas en

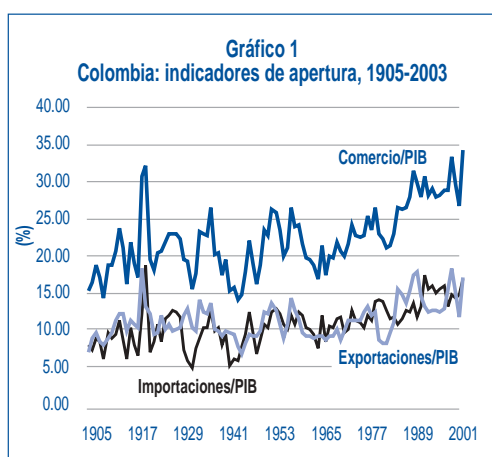
La tasa de cambio real en Colombia exhibió una tendencia de largo plazo a la depreciación durante todo el siglo XX.

un contexto en que resultaba demasiado costoso dejarle el ajuste al tipo de cambio. Esta *visión alternativa* permite explicar por qué la tasa se apreciaba precisamente en aquellos momentos en que se liberalizaba la política comercial: tanto la apreciación real como la liberalización comercial eran endógenas a los choques externos y a la relativa escasez o abundancia de divisas del país.

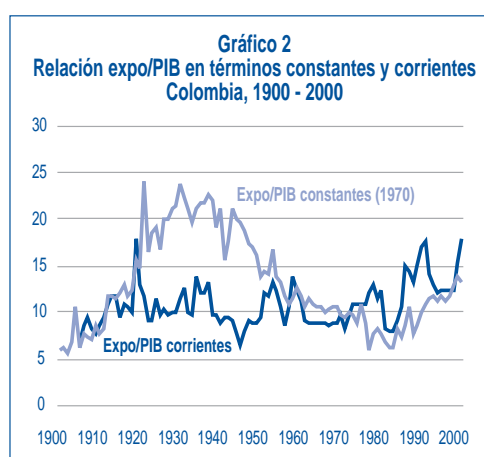
II. Indicadores de apertura comercial, 1905- 2003

En el gráfico 1 se presentan tres indicadores de apertura comercial para el período comprendido entre 1905 y 2003: exportaciones/PIB, importaciones/PIB y comercio total (exportaciones + importaciones)/PIB. Estos indicadores fueron relativamente estables y se mantuvieron en niveles bajos durante todo el siglo.

El pobre desempeño de las exportaciones colombianas en el siglo XX se aprecia de forma aún más contundente



Fuentes: Greco y cálculos de los autores.



Fuente: Estimaciones basadas en Greco (2002) y Oxlad.

Cuadro 1
Composición de las exportaciones
Promedios quinquenales, 1910-2004

Años	Café	Otros agropecuarios	Mineros	Otros
1910-14	45.10	18.80	28.40	7.70
1915-19	50.50	21.40	23.20	4.90
1920-24	68.50	7.00	13.90	10.60
1925-29	69.60	9.40	20.90	0.10
1930-34	58.60	8.60	22.37	0.50
1935-39	52.00	7.80	24.82	3.10
1940-44	64.00	2.90	24.51	4.10
1945-49	73.00	3.90	17.52	3.70
1950-54	78.86	2.00	15.83	3.13
1955-59	75.98	3.64	11.00	4.50
1960-64	68.79	2.68	12.00	10.77
1965-69	61.16	3.92	13.19	21.72
1970-74	53.21	1.92	4.62	40.25
1975-79	57.17	8.22	0.29	34.31
1980-84	48.87	13.50	9.07	28.55
1985-89	37.42	11.45	26.38	24.76
1990-94	18.60	14.62	30.44	36.34
1995-99	16.09	11.86	33.77	38.29
2000-2004	6.44	10.34	40.38	42.84

Fuente: Anuarios de comercio exterior, varios números.

en el indicador de exportaciones/PIB en pesos constantes (gráfico 2). Este indicador permite aislar el impacto de los cambios en precios relativos, lo

cual es particularmente relevante por dos razones: (i) la tasa de cambio real, como ya se mencionó, registró una devaluación en el largo plazo, con lo

cual se incrementó el precio relativo de los bienes transables. Como consecuencia, los indicadores tradicionales de apertura comercial evaluados a precios corrientes muestran una tendencia a aumentar que no resulta de una mayor actividad comercial sino de un efecto contable. (ii) El indicador exportaciones/PIB en términos corrientes se encuentra afectado por los términos de intercambio (TI), los cuales no tuvieron una

tendencia definida pero experimentaron importantes cambios durante el siglo, especialmente como consecuencia de la alta volatilidad de los precios del café.

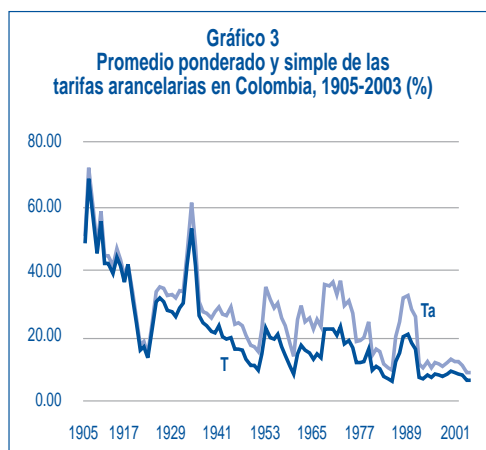
El indicador exportaciones/PIB en precios constantes era menor a 10% a comienzos del siglo. Se incrementó muy rápidamente hasta comienzos de los años treinta, cuando alcanzó su punto máximo histórico, cercano a 25%. A partir de allí, sin embargo, se redujo de manera gradual y continua hasta comienzos de los años ochenta, cuando se ubicó nuevamente por debajo de 10%. Solamente se empezó a recuperar después de 1985, pero al finalizar el siglo se encontraba aún por debajo de 15%. De esta manera, incluso con posterioridad a la llamada “apertura” de los años noventa, la economía colombiana mantuvo una actividad exportadora menor en términos relativos a la que tenía entre los años treinta y los años cincuenta, cuando dominaban los enfoques proteccionistas de la política comercial. Este resultado es particularmente llamativo cuando se tiene en cuenta la impresionante disminución en los costos de transporte y comunicaciones que tuvo lugar a lo largo del siglo.

Durante la mayor parte del siglo XX las ventas externas colombia-

nas estuvieron dominadas por el café. Las ventas del grano llegaron a representar más del 70% del valor total exportado por Colombia hacia mediados de los años veinte (cuadro 1). En los años treinta, la caída del precio redujo esa participación, la cual sin embargo se mantuvo por encima de 50% hasta la bonanza de precios de los años setenta. El período posterior se caracterizó por una fuerte caída de los precios internacionales, que fue especialmente pronunciada con la ruptura del Pacto Internacional del Café en 1989. El resultado fue una dramática reducción en la importancia relativa del grano. El café representa actualmente menos del 10% del valor total de las ventas externas del país.

Los productos mineros también fueron importantes durante el siglo. El oro —que anteriormente había sido la principal exportación del país— perdió participación con el ascenso de las ventas de café, pero junto con el platino todavía representaban 20% de las exportaciones en las primeras dos décadas del siglo XX. A finales de los años veinte comenzó a producirse petróleo y la participación de los productos mineros en el total exportado aumentó hasta 25% en los años treinta y cuarenta. Esta participación se empezó a reducir paulatinamente en las décadas subsiguientes hasta desaparecer virtualmente en los años setenta. A partir de 1985 el petróleo y el carbón volvieron a resurgir y en los años noventa se convirtieron en los principales productos de exportación, llegando a representar más del 40% de las ventas externas del país.

Aparte del café, otros productos agrícolas tuvieron algún peso en la evolución de la estructura exportadora colombiana. El banano, la carne, el azúcar y el tabaco fueron



Fuente: Cálculos basados en Rincón y Junguito y Greco.

El banano, la carne, el azúcar y el tabaco fueron productos tradicionales de exportación desde comienzos del siglo.

productos tradicionales de exportación desde comienzos del siglo. A partir de los años setenta, las ventas de flores cortadas explican en mayor grado el dinamismo de este grupo.

La exportación de sombreros artesanales de paja tuvo alguna importancia a comienzos del siglo XX. Sin embargo, el comercio de manufacturas sólo se desarrolló realmente con posterioridad a los años sesenta, período a partir del cual las ventas externas de estos productos llegaron a representar hasta 40% de las exportaciones del país. Estas exportaciones han estado asociadas fundamentalmente con el proceso de integración de Colombia con otros países de América Latina, y en particular con Venezuela y Ecuador.

III. Evolución de la protección arancelaria

El indicador más comúnmente utilizado en la literatura para medir la protección arancelaria es el recaudo por tarifas de importación (T), expresado como proporción de las importaciones (M). En la práctica, este indicador ($t = T/M$) es un promedio ponderado de la estructura tarifaria vigente, en el cual los productos con mayor participación en el valor de las importaciones totales reciben mayor ponderación. Por esa razón, su evolución puede inducir interpretaciones equivocadas en la medida en que los bienes de consumo, cuyas tarifas arancelarias fueron tradicionalmente más altas, vieron reducir su peso dentro de las importaciones en el siglo XX.

Para tener una mejor idea de la protección arancelaria vigente durante el siglo podemos utilizar la información disponible acerca de la participación de los bienes de consumo en las importaciones totales para aproximarnos a la evolución de un promedio aritmético de la estructura arancelaria. Este indicador, que en adelante denominaremos t_A , es superior al promedio ponderado t como indicador del comportamiento de las decisiones de política arancelaria.²

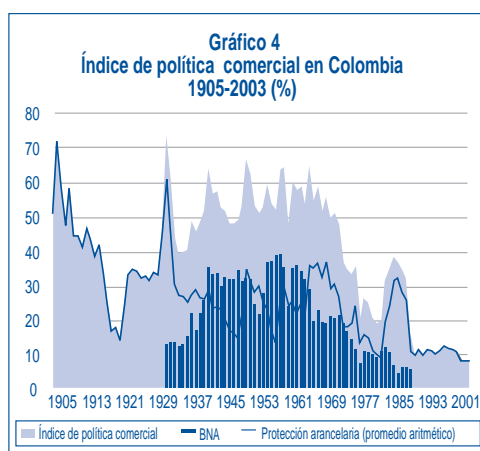
Como puede apreciarse en el gráfico 3, ambos indicadores sugieren que la protección arancelaria alcanzó

² Definimos $t_A = (t_C + t_R)/2$ donde t_C y t_R son respectivamente las tarifas promedio para bienes de consumo y para el resto de las importaciones. El indicador t puede expresarse como $t = PART_C \cdot t_C + (1 - PART_C) \cdot t_R$, donde $PART_C$ es la participación de los bienes de consumo en el total. Suponiendo que la tarifa arancelaria sobre los bienes de consumo fue en promedio tres veces más alta que la tarifa de otros bienes, calculamos t_A con la siguiente fórmula: $t_A = 2 \cdot t / (2 \cdot PART_C + 1)$.

su máximo nivel antes de la Primera Guerra Mundial y a comienzos de los años treinta y muestran una tendencia descendente en las décadas subsiguientes. Sin embargo, esa tendencia es menos pronunciada con nuestro indicador t_A , de acuerdo con el cual la protección arancelaria fue similar a finales de los sesenta, a comienzos de los setenta y en la segunda mitad de los ochenta a la que se tenía en los años veinte.

IV. Barreras no arancelarias e índice de protección total

La historia de la protección en Colombia es incompleta si no se incluye en el análisis el efecto de las barreras no arancelarias (BNA). En esta subsección se presenta una metodología para construir un indicador cuantitativo sobre ese efecto. Para hacerlo, partimos de la hipótesis de que la participación de los bienes de consumo en las importaciones totales depende de variables como el Producto Interno Bruto real, la tasa de cambio real y la política comercial, representada esta última tanto por las barreras arancelarias como las no arancelarias. A partir de allí, estimamos económicamente una regresión explicativa de dicha composición, para lo cual utilizamos entre las variables independientes una variable cualitativa construida con base en nuestra percepción subjetiva —aunque basada en la historia— sobre la evolución de esas BNA . Con base en el impacto estimado de esa variable cualitativa y en el término de error de la regresión, construimos nuestro estimativo



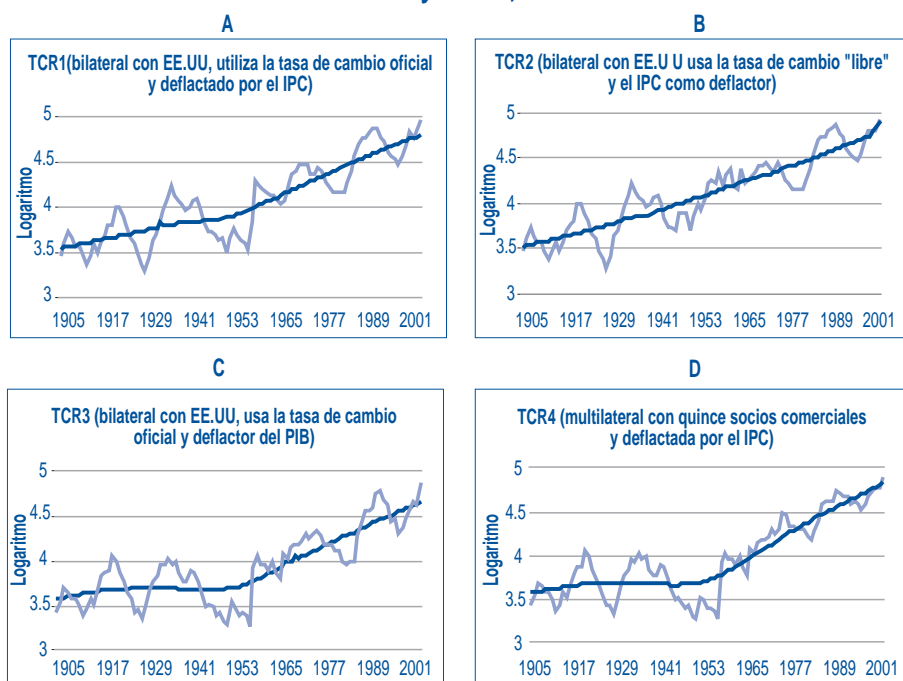
Fuente: cálculos propios.

de BNA , para el período 1931-1991, el cual se presenta en el gráfico 4. Allí también se muestra el indicador total de la política comercial ($Polcom_t$), que es la suma de la protección no arancelaria (BNA_t) y la protección arancelaria (t_A).

De acuerdo con estas estimaciones, las BNA jugaron un papel muy importante en la historia de la política comercial colombiana a lo largo del siglo XX y fueron el componente principal de esta política entre los años cuarenta y sesenta.

El gráfico 4 permite apreciar los altos niveles de protección arancelaria que tenía Colombia a comienzos de siglo. Esos niveles se redujeron temporalmente en los años veinte pero se elevaron de nuevo posteriormente, a la vez que adquirieron importancia las BNA . Estas últimas fueron particularmente intensas entre los años cuarenta y sesenta, período en el cual la protección total alcanzó niveles tan altos como los que se habían observado a comienzos del siglo. En los años setenta se inició un notorio proceso de disminución

Gráfico 5
Índices de la tasa de cambio real del peso colombiano:
tendencias y ciclos, 1905-2005



Fuente: estimaciones de los autores.

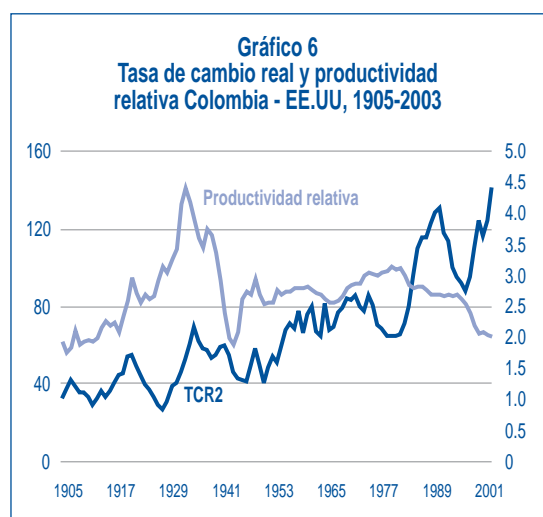
de la protección que se interrumpió temporalmente durante la crisis de la deuda latinoamericana, pero fue retomado más adelante para culminar en la apertura económica de los años noventa.

V. La tasa de cambio real

El gráfico 5 presenta la evolución de cuatro indicadores de la tasa de cambio real del peso colombiano, todos los cuales muestran una tendencia ascendente durante el siglo XX. El mismo gráfico muestra que los ciclos exhibidos por la tasa de cambio fueron bastante pronunciados.

Aprovechando la disponibilidad del índice de política comercial cuya construcción se describió en la sección anterior, realizamos algunos ejercicios econométricos encaminados a identificar los determinantes de los ciclos de la tasa de cambio real observados durante el siglo. Para ese propósito utilizamos como variable dependiente los ciclos de *TCR2*. Este indicador utiliza la tasa de cambio libre para los períodos de tasa de cambio múltiple y es por ello el más relevante para las exportaciones no tradicionales.

Siguiendo la literatura económica sobre los determinantes de la tasa de cambio real, en nuestras estimaciones tratamos de capturar los efectos de variables tales como la productividad relativa *vis à vis* el resto del mundo, los términos de intercambio, el gasto público como porcentaje del PIB, la disponibilidad de financiamiento externo y la política comercial. Teóricamente, el incremento en cualquiera de estas variables debe conducir a una disminución en la tasa de cambio real. Los resultados obtenidos indican que los términos de intercambio, el financiamiento ex-



Fuentes: cálculos basados en Greco (2002) y Censo de Estados Unidos.

Sólo en los años noventa se advierte un deterioro de esta productividad relativa de Colombia con respecto a la de Estados Unidos.

terno y la política comercial son significativos desde el punto de vista estadístico (al menos al 90% de probabilidad) y con los signos negativos esperados. Estadísticamente, no se encontró efecto significativo de la productividad relativa ni del gasto público.³

Los ejercicios econométricos son de esta manera útiles para identificar las variables que explican los ciclos de la tasa de cambio real. Su utilidad, sin embargo, es mucho menor para explicar la tendencia creciente de largo plazo de la tasa de cambio real.

Ocampo (1990) explica esa tendencia como resultado de una “política cambiaria activa” asociada con la necesidad de generar las condiciones para la diversificación de las exportaciones “en una economía con fuertes ventajas comparativas en un producto primario particular (café)” (pág. 253). Aquí buscamos explicaciones alternativas de tal tendencia, partiendo de considerar la tasa de cambio real como una variable endógena, cuyo comportamiento difícilmente puede explicarse en el largo plazo por decisiones de política cambiaria o monetaria.


Una posible explicación sería el comportamiento de la productividad relativa. Aun si esta variable no es uno de los determinantes de los ciclos de la tasa de cambio, como se deriva de los ejercicios econométricos realizados, un deterioro de largo plazo de dicha productividad podría explicar la devaluación permanente de la tasa de cambio real. Sin embargo, nuestra información acerca de estas variables no sustenta dicha hipótesis. Tal como se observa en el gráfico 6, la productividad relativa de Colombia frente a la de Estados Unidos no registra una tendencia permanente al deterioro durante el siglo XX, y no puede explicar por tanto la tendencia a la depreciación de la tasa de cambio real a lo largo de ese siglo. Por el contrario, la productividad relativa de la economía colombiana se incrementó sustancialmente durante los primeros treinta años y se estabilizó en el período subsiguiente en niveles superiores a los vigentes a comienzos del siglo. Sólo en los años noventa

³ El detalle de las estimaciones y los resultados pueden consultarse en Villar y Esguerra (2005).

se advierte un deterioro de esta productividad relativa de Colombia con respecto a la de Estados Unidos, pero, paradójicamente, ese período coincide con una apreciación del peso.

Otra hipótesis que merece ser examinada es que la tendencia de largo plazo de la tasa de cambio real pueda explicarse por el comportamiento

Una hipótesis alternativa que parece concordar mejor con la información disponible es que la tendencia a la depreciación real de la tasa de cambio fue producto de dos procesos que tuvieron lugar a lo largo del siglo XX: el drástico abaratamiento en los costos de transporte y comunicaciones, el cual fue particularmente fuerte en el período comprendido entre los años treinta y los sesenta, cuando se consolidó en el país el sistema de transporte por carretera, mucho más eficiente que el ferroviario para la compleja topografía nacional. El segundo proceso fue el de la liberalización de la política comercial, que si bien estuvo sujeto a

so de apertura comercial que tuvo lugar en Colombia a lo largo del siglo –producto en una primera fase de la reducción de costos de transporte y comunicaciones y posteriormente de la propia política de liberalización de importaciones. Este planteamiento es perfectamente acorde con la teoría económica. Lo paradójico es que el proceso ocurrió de tal manera que el vínculo de corto plazo entre los ciclos cambiarios y los de la política comercial tuvo el signo contrario. Las liberalizaciones temporales de importaciones coincidieron con procesos de apreciación del tipo de cambio. Ello fue así por cuanto ambos tipos de procesos fueron típicamente inducidos por incrementos en la disponibilidad de divisas que no tenían un carácter permanente. Los episodios de apreciación y liberalización que tenían lugar de esa manera eran insostenibles. Después de cada uno de ellos sobrevinieron situaciones de crisis y depreciación que llevaron la tasa de cambio real a niveles más altos que los vigentes a comienzos del ciclo. 

Las liberalizaciones temporales de importaciones coincidieron con procesos de apreciación del tipo de cambio.

del gasto público. Sin embargo, como se muestra en el trabajo de Junguito y Rincón (2004), el gasto público en Colombia tendió a aumentar como porcentaje del PIB a lo largo del siglo XX. Ello habría ayudado a explicar una tendencia de la tasa de cambio a apreciarse, pero no contribuye a entender la tendencia a la depreciación que tuvo lugar en la práctica.

Una tercera hipótesis tiene que ver con los términos de intercambio. Una tendencia decreciente de los *TI* podría explicar la depreciación permanente del peso colombiano en términos reales. El comportamiento de los términos de intercambio fue fundamental para determinar los ciclos de la tasa de cambio real, tal como se deduce de las estimaciones comentadas anteriormente. Sin embargo, no es claro que los *TI* en Colombia hayan tendido a reducirse a lo largo del siglo XX ni, por lo tanto, que la tendencia de la tasa de cambio real a aumentar en el largo plazo pueda explicarse como consecuencia de ese comportamiento.

grandes ciclos, tuvo una tendencia particularmente clara a partir de los años setenta, tal como lo hemos ilustrado en este trabajo.

De esta manera, la tendencia de largo plazo hacia a la depreciación real del peso se explica por el proce-

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Coatsworth, J., y J. Williamson (2002), “The Roots of Latin America Protectionism: Looking Before the Great Depression”, *NBER Working Paper*, No. 8999, junio.
- GRECO - Grupo de Estudios del Crecimiento Económico (2002), *El crecimiento económico colombiano en el siglo XX*, Banco de la República - Fondo de Cultura Económica, Bogotá.
- Junguito, R., y H. Rincón (2004), “La política fiscal en el siglo XX en Colombia”, *Borradores de Economía*, Banco de la República, No. 318.
- Ocampo, J. A. (1984), *Colombia y la economía mundial, 1830-1910*, Fedesarrollo y siglo XXI editores.
- Ocampo, J. A. (1990), “La transición de una economía primario-exportadora al desarrollo industrial en Colombia”, en M. Blomstrom y P. Meller (eds.), *Trayectorias divergentes: comparación de un siglo de desarrollo económico latinoamericano y escandinavo*, Cieplan-Hachette, Santiago de Chile, 1990.
- Villar, L., y P. Esguerra (2005), “El comercio exterior colombiano en el siglo XX”, *Borradores de Economía*, Banco de la República, No. 358.

¿Es demasiado costoso el microcrédito en Colombia?

Hernán Avendaño Cruz*

El año que terminó fue designado por las Naciones Unidas como el año internacional del microcrédito, reconociendo así el notable impacto que esta herramienta tiene en la mejora de las condiciones de vida de la población más pobre.¹

Aparentemente existe una contradicción entre el propósito de reducción de la pobreza y una realidad que ubica los costos financieros de los microcréditos como los más altos del

mercado formal. Para el ciudadano común no es claro por qué muchos gobiernos avalan esos niveles con normas que le permiten al sector financiero cobrar costos adicionales a los de los otros tipos de créditos.

Para el caso de Colombia, el cuadro 1 muestra que la ley autoriza sumar a la tasa de interés del microcrédito un costo por comisiones y honorarios; adicionalmente, debe cargarse el costo de la garantía automática y los respectivos pagos del

IVA de cada componente del costo. A octubre de 2005, las tasas de interés efectivas anuales de los créditos de consumo y de tarjeta de crédito de los bancos fueron en promedio de 22.8% y 26.3%, respectivamente; se observa que aun cuando la tasa de interés del microcrédito es similar a la de estos otros créditos, la diferencia surge por los elementos que se suman a la tasa de interés. Por lo tanto, se comprueba que el costo es muy elevado en comparación con las tasas aplicadas a otros tipos de cartera, y más aún si se compara con la inflación anual de 4.9% que registró el país al cierre del año 2005.

Cuadro 1
Costo efectivo anual de un microcrédito en Colombia
con plazo de un año, a octubre de 2005

Concepto	Costo		Observaciones
	nominal	efectivo	
1. Tasa de interés del crédito	22.15%	24.00%	Promedio simple de las tasas de microcréditos en bancos en octubre de 2005
Honorarios y comisiones	7.50%		
IVA de los honorarios y comisiones	1.20%		
2. Costo total honorarios y comisiones	8.70%	9.53%	Año anticipado sobre valor del crédito
Costo Fondo Nacional de Garantías	1.69%		
IVA sobre costo FNG	0.27%		
3. Costo total FNG	1.96%	2.00%	Año anticipado sobre valor del crédito
Costo total del microcrédito (1+2+3)	32.81%	35.53%	

Fuentes: Superfinanciera, Ley 590 de 2000, Resolución 01 de 2001 del Consejo Superior de la Microempresa; cálculos Ministerio de Comercio, Industria y Turismo.

* Jefe de la Oficina de Estudios Económicos del Ministerio de Comercio, Industria y Turismo. Las opiniones aquí presentadas son de responsabilidad exclusiva del autor.

¹ Aun cuando la decisión de las Naciones Unidas se refiere al microcrédito, en la práctica se busca la aplicación del concepto de microfinanzas, que comprende no sólo el crédito sino el acceso de la población pobre a una gama amplia de servicios financieros, que incluyen ahorros, seguros y transferencias de recursos, entre otros.

No obstante, para hacer una valoración más adecuada de ese resultado son necesarias dos precisiones: primera, las comisiones y honorarios cobrados en los microcréditos no reputan como intereses y para efectos de la medición de los costos del crédito son un valor fijo que se adiciona a la tasa de interés del crédito. Puesto que ese costo no está cuantificado para los demás tipos de crédito (no es usual la garantía del FNG en créditos de consumo y de tarjeta de crédito), en este documento se hace referencia a las tasas de interés para las comparaciones entre países y entre tipos de créditos, sin que las conclusiones se alteren. Segunda, es fundamental tomar en consideración el contexto financiero en el que se desenvuelven las microempresas y las ventajas que obtienen del acceso al crédito.

La Ley 590 de 2000 significó un avance notable en el acceso de las microempresas a crédito en el sector financiero. Antes de esta ley, las fuentes de financiación de las microempresas se limitaban a los agiotistas y a las pocas entidades no bancarias especializadas en este segmento empresarial (eran contadas las excepciones de establecimientos de crédito

que habían incursionado en este mercado).

La primera fuente es excesivamente onerosa. Beatriz Marulanda, especialista en microfinanzas, señala los siguientes costos financieros que enfrentan los más pobres en el país: “La tasa de interés es del 10% mensual en las prenderías y del 1% diario en los mercados”.² Esto equivale a unas tasas efectivas anuales de 214% y de 3.500%, que a todas luces son extravagantes. Aun si consideramos una tasa de 5% mensual, frecuente en otros prestamistas del mercado extrabancario, la tasa anual resultante es de 80% efectivo anual. Esos exorbitantes costos financieros contribuyen a perpetuar los círculos viciosos de pobreza en Colombia y en todos los países subdesarrollados.

Ésta no es una situación exclusiva de Colombia, sino de todo el mundo subdesarrollado. En el cuadro 2 se observan las tasas de interés cobradas sobre los préstamos en algunos países asiáticos; como regla general, las tasas de las entidades de microcrédito lucen más altas que las de los bancos comerciales, pero son muy inferiores a las de los prestamistas informales.³

La segunda fuente son las entidades especializadas en microfinanzas, las cuales con frecuencia son organizaciones no gubernamentales (ONG). Su actividad está orientada por el principio básico de que la reducción de los costos financieros mejora la calidad de vida de los más pobres; hay amplia evidencia empírica a favor de ese argumento. Sin embargo, estas entidades carecen de recursos suficientes para atender la creciente demanda, pues en ningún país del mundo se les permite la captación directa de recursos de ahorro del público. Las entidades de microfinanzas se fondean con recursos propios, con apoyos de organismos internacionales (otras ONG) y mediante créditos del sector financiero local.

Los creadores de las microfinanzas desarrollaron técnicas para el conocimiento de los clientes, la evaluación de créditos, la recuperación de cartera y la capacitación de los microempresarios. Ésta es una operación con altos costos administrativos, pues con frecuencia la atención al microempresario debe hacerse en su sitio de operación y no en las oficinas de la entidad, los plazos de los créditos y de los cobros de cartera se hacen en períodos muy cortos (usualmente por semanas) y se requiere un mayor número de empleados que para el manejo de los tipos de crédito otorgados por el sistema financiero. Estos altos costos repercuten en el cobro de elevadas tasas de interés para asegurar que la operación sea sostenible, pero aun así, son muy inferiores a las del mercado extrabancario antes mencionadas (ver de nuevo el cuadro 2).

² B. Marulanda (2005), Con el término “mercados”, la autora se refiere a las plazas de mercado.

³ Hay ejemplos extremos como el anotado para Colombia; según *The Economist*, en Filipinas hay prestamistas que cobran tasas de interés de 1.000% mensual.

Cuadro 2

Tasas de interés anuales en bancos comerciales, entidades de microfinanzas y prestamistas informales en países asiáticos a finales de 2003

País	Bancos comerciales	Entidades de microfinanzas	Prestamistas informales
Indonesia	18%	28%-63%	120-720%
Cambodia	18%	45%	120-180%
Nepal	11.5% *	18%-24%	60-120%
	15%-18% **		
India	12%-15% ***	20%-40%	24-120% ****
Filipinas	24%-29%	60%-80%	>120%
Bangladesh	10%-13%	20%-35%	180-240%

* sectores prioritarios ** otros sectores *** a Pymes

Fuente: B. Helms y X. Reille (2004), "Interest Rate Ceilings and Microfinance: The Story so Far", Consultative Group to Assist the Poor, CGAP Occasional, Paper No. 9, septiembre.

Las bondades que ha mostrado el microcrédito para mejorar las condiciones de vida de los pobres y la participación marginal del sistema financiero en la irrigación de recursos de crédito a este segmento de la economía llevaron a los gobiernos de diferentes países a establecer el marco legal con las condiciones adecuadas para estimular una mayor oferta de los intermediarios financieros.

En el caso de Colombia, el Legislativo tomó en consideración la vigilancia especial que el Estado hace del sector financiero por manejar el ahorro de la sociedad, los altos costos administrativos que implican las operaciones de microcrédito y los elevados riesgos de crédito relacionados con este segmento empresarial. Esas razones y no otras son las que llevaron al Congreso a establecer en la Ley 590 un cobro por honorarios y comisiones en los microcréditos.

La técnica del microcrédito es muy distinta a la de los otros tipos de créditos que otorga el sector financiero. Como ya se mencionó, ésta se traduce en costos más elevados que los de la banca tradicional. El gráfico 1 muestra que un banco que se concentra en créditos a Mipymes y

consumo tiene unos gastos administrativos muy superiores a los de un banco que se enfoca en créditos comerciales; de igual forma, las tasas de interés promedio reflejan esas diferencias.

Cabe formular el interrogante sobre otros factores que inciden en la formación de las tasas de interés de los microcréditos y cómo se comparan los niveles resultantes en Colombia con los de otros países de la región. Diversos estudios señalan que además de los costos operacionales, en las tasas de interés inciden el costo de captación, el valor medio de los préstamos (como un indicador de la escala), la inflación y el riesgo. En el cuadro 3 se presenta la comparación de tasas de interés de microcréditos en varios países latinoamericanos. Salta a la vista que las tasas reales de interés son altas en todos los casos; Bolivia, con cerca de 20 puntos, es la más baja, seguida por la de Colombia, con alrededor de 27 puntos. También se observa que la tasa de interés tiene una relación directa con el costo de fondeo y los costos operacionales (cuya suma arroja el costo total de los recursos) y una relación inversa con el tamaño medio de los préstamos. Por último, es interesante destacar que los costos operacionales expli-

can más del 70% del costo de los recursos.

Con relación al riesgo, es preciso tomar en consideración que hoy en día los bancos están obligados por la regulación –justificada en la protección constitucional del ahorro de la sociedad– a realizar estrictos análisis de riesgo en sus operaciones de crédito. Es evidente que los riesgos resultantes del microcrédito son elevados, independientemente de la técnica que se utilice para medirlos; ese es un resultado “normal”, pues pocas veces los microempresarios cuentan con activos que sirvan como aval, tienen un historial crediticio (no “existen” en las bases de datos consultadas por el sector financiero), pueden demostrar ingresos estables y llevan una contabilidad organizada de sus negocios. En concordancia con esos niveles de riesgo, la tasa de interés debe ser elevada, como se corrobora en el gráfico 1.

El Gobierno cuenta con mecanismos de riesgo compartido orientados a favorecer especialmente el acceso de las Mipymes al crédito del sector formal. El Fondo Nacional de Garantías (FNG) viene cumpliendo un papel fundamental que ha permitido el acceso de numerosas Mipymes al crédito del sector financiero; la descen-

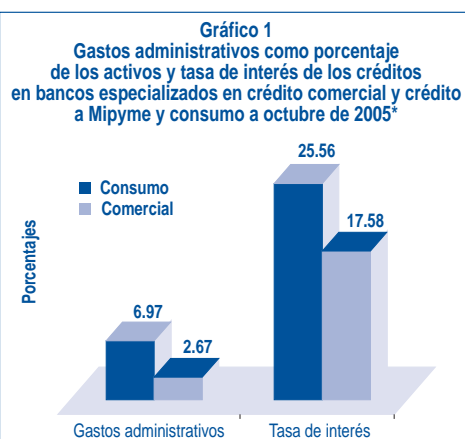
Cuadro 3
Costos, tasas de interés, tamaño de los préstamos e inflación en entidades de microfinanzas en países de América Latina (finales de 2003) *

País	Institución	Préstamo promedio	Costo medio de los fondos	Costos operacionales	Costos totales	Tasa media de interés	Inflación anual
Bolivia	Bancosol	1.615	5.1	14.4	20.0	24.0	3.9
Ecuador	Banco Solidario	1.293	9.1	18.8	28.0	38.0	6.1
Perú	Mibanco	963	7.6	23.2	31.0	45.0	2.5
Colombia	Finamérica	864	9.0	21.0	30.0	34.0	6.5
México	Compartamos	277	11.6	30.5	42.0	81.0	4.0

* Préstamo promedio en dólares. Costo de los fondos es la tasa de captación e incluye remuneración al patrimonio; costos operacionales son los gastos operacionales como porcentaje de la cartera de créditos; los costos totales son la suma de los costos de fondeo y los costos operacionales.
Fuente: D. Wright y D. Alamgir (2004).

tralización de la operación del FNG, la capitalización y el establecimiento de mecanismos de garantía automática han fomentado su utilización a menores costos (antes de la garantía automática era necesaria la evaluación de cada crédito por parte del FNG, lo cual aumentaba el costo). Hoy en día los bancos pueden solicitar garantía automática hasta del 50% del monto del microcrédito si éste es con recursos propios del banco y hasta del 60% si se trata de recursos redescontados en Bancóldex.

Pero aun así, si comparamos el riesgo que significa un crédito de consumo con el de un microcrédito, es claro que este último es superior. El perfil típico de un receptor de crédito de consumo es el de un empleado estable, con al menos una cuenta de ahorros, que ya ha tenido relaciones con el sector financiero y posee un codeudor con características de ingresos y empleo similares. Las



* Promedio de cinco bancos para cada grupo
Fuentes: Asobancaria y Superbancaria. Cálculos Ministerio de Comercio, Industria y Turismo.

técnicas de medición de riesgos le han permitido a las entidades financieras desarrollar metodologías de evaluación y administración de los créditos de consumo, que a la vez que disminuyen las probabilidades de incumplimiento, agilizan la atención a los clientes y reducen los costos administrativos (métodos de *scoring*).⁴

Puesto que las comparaciones de riesgo llevan a que los créditos de consumo tengan tasas de interés superiores a las de los otros tipos de créditos, es razonable pensar que el riesgo medio del microcrédito se refleje en tasas superiores a las de consumo. La dificultad estriba en que la existencia de límites legales a las tasas de interés impide el cobro de esas tasas.

En países que han impuesto techos a las tasas de interés se ha observado la salida del sector financiero formal de la financiación de los microempresarios. Así lo demuestra la experiencia de países como Nicaragua:

“Una evidencia de contracción del mercado se vio en Nicaragua después de que el Parlamento Nacional impu-

⁴ En los microcréditos son aplicables los métodos de *scoring*, una vez superadas las limitaciones de información.

Cuadro 4
Techo a las tasas de interés en países subdesarrollados y en transición 2004

Control a las tasas de interés	Límites de usura	Controles de facto
Argelia	Armenia	Brasil
Bahamas	Bolivia ^d	China
China	Brasil ^a	Etiopía
Libia	Chile	India
Marruecos ^a	Colombia ^b	Laos
Myanmar	Ecuador ^b	Paquistán
Paraguay	Guatemala	Vietnam
Siria	Honduras ^a	
Tunez ^a	India	
UEAC ^{b*}	Nicaragua ^c	
AMOA ^{a**}	Suráfrica ^b	
	Uruguay	
	Venezuela ^c	

Control de tasas: el Banco Central tiene la autoridad legal para fijar la tasa de interés máxima de préstamos a las entidades financieras reguladas.

Límite de usura: usualmente es parte del Código Civil y autoriza al gobierno o al Banco Central a poner un límite a las tasas de los prestamistas privados. En algunos casos las entidades financieras reguladas no son sujeto del límite de usura. Las ONG microfinancieras si se ven frecuentemente afectadas por estas leyes.

Control de facto: en algunos países el techo a las tasas de interés no está codificado en leyes, pero la presión política y/o la necesidad de competir con programas gubernamentales de préstamos subsidiados. Algunos países tienen control de tasas de interés (o límites de usura) y grandes programas gubernamentales subsidiados.

^a Existe regulación separada para el techo de la tasa de interés del sector de microfinanzas. ^b Las entidades de microfinanzas están excluidas del techo a las tasas de interés o están autorizadas a cargar comisiones adicionales.

^c El techo a las tasas de interés aplica únicamente a instituciones e individuos no regulados por las autoridades bancarias (incluyendo las ONG).

^d Impuesto en enero de 2004.

* UEAC = Unión de Estados de África Central. Incluye Chad, Camerún, República Centroafricana, Gabón, República del Congo y Guinea Ecuatorial.

** UMOA = Unión Monetaria de África Occidental. Incluye Benin, Burkina Faso, Guinea Conakry, Guinea Bissau, Costa de Marfil, Senegal y Togo.

Fuente: Helms y Reille (2004).

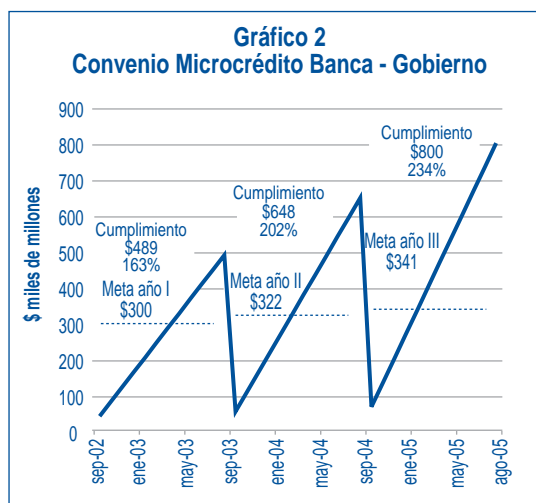
so en 2001 un techo a las tasas de interés por tipos específicos de prestamistas, incluidas las ONG microfinancieras. El crecimiento anual de la cartera de estas entidades microfinancieras disminuyó del 30% a menos del 2% anual. La imposición del techo a las tasas de interés también ocasionó el retiro de varias entidades microfinancieras de las áreas rurales, en las que los riesgos y los costos operacionales son más altos”.⁵

Para evitar estos efectos negativos y con el fin de incentivar el ingreso del sector financiero a este segmento del mercado, en varios países subdesarrollados se ha optado por autorizar el cobro de comisiones que no repuntan como intereses, o hacer exclusiones de los controles a determinados tipos de créditos, como se observa en el cuadro 4. De los 39 países con techo a las tasas de interés, hay 21 con legislación que permite un tratamiento especial a los costos financieros de los microcréditos.

Los especialistas en microfinanzas conocen de sobra la problemática que plantean los controles y las restricciones que siguen existiendo aun con las normas que permiten unos cobros adicionales; por eso abogan por la no existencia de techos a las tasas de interés, como el que existe en Colombia con la denominada “tasa de usura”; en su opinión, esos límites impiden que el crédito de los sectores formales de la economía se irrigue a un mayor número de microempresarios.

Según Beatriz Elena Giraldo, coordinadora del Grupo Mipymes y Sector Solidario del DNP:

“Aunque en Colombia las tasas de interés están liberadas, existe normatividad penal y comercial que sanciona los «excesos» sobre la lla-



Fuente: Asobancaria.

*mada tasa de interés límite o de usura. Este factor ha determinado en muchos casos el desinterés de muchos intermediarios financieros en profundizar sus servicios, pues los costos totales de ofrecerlos en segmentos de más bajos ingresos no se pueden reflejar en las tasas de interés de colocación o en el cobro por otros servicios.”*⁶

Por su parte, Beatriz Marulanda, después de mencionar las tasas de interés del mercado extrabancario de 10% mensual y de 1% diario, concluye:

“Por eso es que a mí me parece tan divertido el techo de interés en el crédito bancario, cuando en realidad la mayor parte de nuestra población accede a créditos con estas tasas de interés, que resultan ser varias veces las tasas más altas cobradas por la banca y por las ONG. Cuando un país como Colombia toma la decisión de poner techo a la tasa de interés, en realidad lo que le está poniendo es un mínimo al crédito”.⁷

Aun con estas restricciones, el balance que se puede hacer de la aplicación de la Ley 590 es exitoso. A comienzos de la actual administración el gobierno y la Asobancaria firmaron

un convenio mediante el cual los establecimientos de crédito se comprometieron a colocar unos montos en microcrédito con recursos propios (adicionales a los que colocan con recursos de redescuento). Como se aprecia en el gráfico 2, las metas acordadas en el convenio se han superado ampliamente.

Algunos establecimientos de crédito adelantaron un proceso de aprendizaje con el fin de incorporar las técnicas internacionales de microfinanzas en sus departamentos de cartera, realizaron inversiones en capacitación, desarrollaron las metodo-

logías de análisis de riesgos de microcrédito y abrieron la oferta de recursos para este segmento del mercado, generando una dinámica importante en la cartera. Las cifras de la Superbancaria a octubre de 2005 indican que el saldo de la cartera de microcréditos de los establecimientos de crédito supera los \$1.2 billones; es el tipo de cartera que más crece (59% anual) y su indicador de calidad (4.8%) supera ligeramente el de la cartera de consumo.

En el cuadro 5 se observa que los montos desembolsados de microcréditos han crecido notoriamente en los últimos años, que los recursos propios son la fuente de la mayoría de esos créditos y que las sumas desembolsadas por los bancos (incluyendo los redescuentos) han superado en poco tiempo los de las fundaciones especializadas en microcréditos; no obstante, el número de beneficiarios aún es inferior al de estas últimas.

Lo anterior permite corroborar que la generación de incentivos a los establecimientos de crédito incrementa

⁵ B. Helms y X. Reille (2004), pág. 5.

⁶ B. Giraldo (2005), pág. 12.

⁷ B. Marulanda (2005).

el acceso de un mayor número de microempresarios al crédito, superando así las limitaciones que tienen las entidades no financieras especializadas en microfinanzas. Más importante aún es que ese crecimiento en cobertura no se ha dado a costa del segmento de mercado de las entidades no financieras, sino de la complementación y de la realización de alianzas estratégicas.


Dar crédito a todo el sector microempresarial es una tarea titánica que demanda grandes esfuerzos. Por ahora los avances son notables y aun cuando los costos financieros son los más altos del mercado bancario, no hay duda de que éstos son significativamente inferiores a los que se les pagan a los agiotistas, las casas de empeño y otros agentes del mercado extrabancario.

Por supuesto, no todas las características del desarrollo del microcrédito en Colombia generan acuerdos. Hay puntos de discusión como éste de las tasas de interés. También se han planteado debates en torno a la configuración de algún tipo de subsidio a los costos financieros, a la pertinencia de focalizar el microcrédito

sólo hacia los más pobres, a la conveniencia de hacer obligatoria la capacitación de los microempresarios y que ella sea parte del costo de financiación.

De igual forma existen aspectos en los que hay amplios acuerdos. En general se acepta que el microcrédito tiene incidencia en la calidad de vida al liberar recursos para crecer los negocios o mejorar la calidad de la alimentación de las familias pobres o permitir el acceso de los infantes a la educación y la salud. También se acepta que la financiación debe tener un costo y que los pobres no deben ser beneficiarios de regalos sino de oportunidades. Finalmente, es reconocido que los pobres tienen capacidad de ahorro y que la profundización de la bancarización debe redundar en beneficios para los sectores más necesitados de la población.

Es necesario ampliar el conocimiento sobre las actividades englobadas en el concepto de microempresa, mejorar las técnicas de las microfinanzas, hacer más efectivo el acceso al crédito, optimizar el uso de los recursos del ahorro de la so-

ciudad sin ponerlos en riesgo y estudiar alternativas que reduzcan los costos financieros del microcrédito sin desconocer las restricciones que imponen las asimetrías de información y los riesgos implícitos en este segmento del mercado. Todos estos aspectos requieren propuestas concretas. 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Giraldo, B. (2005), "Las Microfinanzas como instrumento de Política Pública", Fedesarrollo, Debates de Coyuntura Social, No.16.
- Helms, B. y Reille, X. (2204), "Interest Rate Ceilings and Microfinance: The Story so Far". Consultative Group to Assist the Poor, CGAP Occasional Paper No. 9, septiembre.
- Marulanda, B. (2005), "Las Microfinanzas en Colombia", Fedesarrollo, Debates de Coyuntura Social, No.16.
- The Economist (2005), "The Hidden Wealth of the Poor", noviembre 3.
- Wright, D. y Alamgir, D. (2004), "Microcredit Interest Rates in Bangladesh: Camping versus Competition", paper escrito para Donor's Local Consultative Group on Finance.

Cuadro 5
Desembolsos totales de microcrédito enero - septiembre 2004 y 2005

Entidad	Enero - septiembre 2004		Enero - septiembre 2005		Crecimiento % 2005/2004	
	Monto desembolsado (\$ millones)	Número de beneficiarios	Monto desembolsado (\$ millones)	Número de beneficiarios	Monto desembolsado	Número de beneficiarios
Desembolsos banca comercial						
Recursos propios bancos	\$485.570	180.909	\$637.529	161.684	31.3	-10.6
Redescuento Bancóldex	\$178.628	52.526	\$181.003	28.655	1.3	-45.4
Redescuento Finagro	\$293.646	60.270	\$458.084	101.655	56.0	68.7
Fundaciones	\$359.065	272.358	\$515.456	375.730	43.6	38.0
TOTAL	\$1.316.909	566.063	\$1.792.073	667.723	36.1	18.0

Fuente: Ministerio de Comercio, Industria y Turismo

Bancarrota y mecanismos de salida en Colombia

Igor E. Zuccardi*

I. Introducción

En economías capitalistas la competencia conduce al sistema económico a un equilibrio de largo plazo, en el cual sólo las firmas más eficientes comparten el mercado. En este proceso, las firmas ineficientes deben salir al no poder pagar el retorno de los recursos usados. En consecuencia, la mejor opción para la sociedad es liquidarlas y destinar sus factores productivos a actividades más eficientes.

Sin embargo, en algunas circunstancias, algunas firmas eficientes son incapaces de pagar el retorno a sus recursos, ya sea por mala planeación del pago de sus deudas, un ciclo económico recesivo o un choque inesperado en la industria. En esos casos, el costo para la sociedad de desmantelarlas es muy alto porque el retorno que dichos factores productivos pueden generar en el futuro es mayor que su costo de oportunidad: el precio de estas firmas como unidad es mayor que el valor de sus piezas por separado.

Cuando una sociedad enfrenta estas dos circunstancias diferentes, es necesario diseñar un sistema legal y una estructura institucional que señale cómo proceder. Las leyes de bancarrota se convierten en herramientas legales que ayudan a la sociedad a resolver situaciones de insolvencia, solucionar conflictos entre deudores y acreedores, y hacer respetar los contratos privados con el fin de lograr la mejor distribución de los recursos económicos.

Idealmente, un mecanismo de bancarrota debería promover la reorganización de firmas cuyo valor de liquidación (valor de sus componentes) es menor que su valor como unidad económica, y la liquidación de empresas en caso contrario. Adicionalmente, debería promover la rápida solución de los problemas financieros, en caso de reorganización, o el desmantelamiento rápido y ordenado, en caso de liquidación.

De acuerdo con Aghion *et. al.* (1992), los mecanismos de bancarrota existentes tienen debilidades que las alejan de este ideal, entre

ellos los costos legales y administrativos. Además, dado que cada participante es dueño de una pequeña fracción del patrimonio y de las deudas, individualmente no tienen la capacidad para asignar el nivel de recursos socialmente eficiente que permita diseñar el mejor plan para la compañía. Estos mecanismos también dan mucha discreción a los jueces, quienes podrían usarlos de manera errónea. Finalmente, la firma podría emerger con una estructura financiera inapropiada.¹

* Consultor del Banco Interamericano de Desarrollo. Resumen de la tesis presentada como requisito de grado del programa de Master in Public Policy en KDI School of Public Policy and Management, en Seúl, Corea del Sur. Los errores y omisiones son exclusividad del autor y no comprometen a la institución en la cual trabaja. Los comentarios a este documento por favor enviarlos a igorz@iadb.org.

¹ Aghion, Phillippe, Oliver Hart and John Moore, "The Economics of Bankruptcy Reform", *NBER Working Paper Series* No. 4097, National Bureau of Economic Research, junio, 1992.

En 1999, Colombia enfrentó una de las crisis económicas más profundas de su historia. Hasta ese momento, el país tenía un sistema de quiebras que era considerado costoso en términos económicos y con alto consumo de tiempo, que además fue incapaz de manejar el gran número de firmas y gobiernos locales que entraron en cesación de pagos. Para hacer más fáciles los procesos de reestructuración y mantener el empleo, se reformó este mecanismo a través de la Ley 550, o Ley de Intervención Económica.

El propósito de este documento es analizar el mecanismo de bancarrota colombiano establecido por la Ley 550. Se busca mostrar las principales fortalezas y debilidades de esta ley, con base en la teoría de bancarrota, así como su desempeño entre 2000 y 2003.

II. Temas básicos acerca de los mecanismos de insolvencia

De acuerdo con Nam y Oh (2000), “un mecanismo de insolvencia usualmente es superior a los mecanismos de cobro individual de deudas porque el primero incrementaría el valore económico de la firma, que se repartiría entre acreedores y deudores, a través de la limitación del derecho de los acreedores de cobrar sus deudas de manera individual”.²

Sin un mecanismo de bancarrota, el acreedor puede cobrar sus deudas a través de la posesión del colateral o por medios legales que obliguen a la liquidación de activos de la empresa deudora. Cuando los activos de la firma no son suficientes para cubrir todas sus obligaciones, cada acreedor buscará ser el primero en cobrar sus deudas. Esta competencia generaría i) el desperdicio de recursos en el intento por ser los primeros en esta carrera y ii) el posi-

ble desmantelamiento de la firma con la subsiguiente pérdida de valor de los activos. Por lo tanto, hay un interés colectivo de los acreedores y de la sociedad para que la firma continúe operando en caso de que el valor de la firma como unidad exceda el valor de liquidación. Si la firma no continúa, es socialmente óptimo que los activos de la firma sean distribuidos de una manera ordenada, a través de un mecanismo de bancarrota.

De acuerdo con Hart (2000)³, un mecanismo de bancarrota ideal garantiza que sus resultados cumplan con la condición de eficiencia ex post: 1) maximizar el valor económico de la firma sin importar su destino (liquidación o reestructuración), y 2) reestructurar una firma si, y solo si su valor como unidad económica es mayor que su valor de liquidación, y viceversa. Adicionalmente, el procedimiento debería internalizar los cambios en el comportamiento de los acreedores participantes generados por sus posibles resultados, y penalizar adecuadamente a administradores y accionistas en el estado de bancarrota con el fin de preservar el papel coercitivo de la deuda. Finalmente, para el proceso de repartición del valor económico, es deseable que este mecanismo incluya alguna regla fija que respete los derechos adquiridos de los acreedores (ej, la regla de prioridad absoluta de los reclamos), mientras se reserva una porción del valor para los accionistas.

Además de los elementos de eficiencia ex post y maximización de valor de la firma, Nam y Oh (2000) consideran que tanto la forma como se reparte el valor económico de una firma insolvente como el destino de ésta determinan algunos comportamientos ex ante de los acreedores participantes (eficiencia ex ante).

En el primer caso, lo que le sucede a las deudas durante la bancarrota

determina el grado de riesgo que correrían prestamistas e inversionistas a la hora de tomar decisiones de préstamo e inversión, afectando la oferta de crédito en los mercados financieros y el equilibrio de precios de los créditos.

En el segundo caso, el mecanismo de bancarrota afecta el comportamiento de acreedores y deudores, determinando los recursos que los primeros usan para supervisar las actividades de la empresa durante el período de préstamo y después para el monitoreo, y las estrategias a seguir por parte de los segundos para mantener el control de la firma.

III. Participantes, incentivos y comportamientos

En una reestructuración hay cinco grupos participantes, con sus propios objetivos e incentivos. Cada uno trata de maximizarlos en un juego no cooperativo con información limitada acerca de las condiciones de la firma. Estos grupos son:

a) Accionistas y administradores: interesados en maximizar el valor de la firma (medido como el valor de mercado de sus acciones, etc.) y su beneficio. Sin embargo, éste no es un grupo homogéneo. Este grupo se puede dividir en los siguientes:

- Accionistas: tienen como objetivo maximizar el valor de la firma, sus derechos de propiedad y los beneficios de la operación de ésta.

² Nam, Il Chong and Soogeun Oh, “Bankruptcy of Large Firms and Exit Mechanisms in Korea”. *Research Monograph* No. 2000-01, Korea Development Institute, 2000.

³ Hart, Oliver, “Different Approaches to Bankruptcy”. *NBER Working Paper Series*. No. 7921, National Bureau of Economic Research, septiembre, 2000.

Por lo tanto, ellos buscarán mantener la firma funcionando.⁴

- **Administradores:** tienen como objetivo mantener su trabajo en la administración de la firma. De acuerdo con White (2001),⁵ en tiempos de crisis los administradores tienen incentivos en usar los activos de la firma de manera ineficiente. Ellos podrían: i) quitarle a la empresa sus activos más valiosos y transferirlos a menor precio a nuevas empresas que ellos controlarían, y/o ii) utilizar el capital de la firma para hacer inversiones de alto riesgo, con grandes ganancias pero con baja probabilidad de buenos resultados, “el todo o nada”.

b) Trabajadores y pensionados: su principal objetivo es mantener el empleo, salarios y privilegios como en circunstancias normales. En consecuencia, ellos estarían interesados en mantener la firma funcionando.

c) El gobierno: su principal objetivo es recuperar las deudas de la firma tales como impuestos no pagados, contribuciones a la seguridad social en mora, etc., sin importar si la firma es viable o no.

d) Acreedores asegurados: ellos tienen los activos de la firma como colateral para sus préstamos (ej, los acreedores financieros, bancos, etc.). Su objetivo es recuperar el principal de sus préstamos e intereses no pagados a través de la liquidación del colateral. Ellos estarían interesados en mantener la firma funcionando sólo si los beneficios que recibieran en ese escenario fueran mayores que el valor del colateral.

Normalmente, estos acreedores no están interesados en el destino de la firma porque generalmente cortan cualquier relación financiera con

ésta después de un episodio de moratoria. Sin embargo, si sus derechos no son protegidos correctamente, ningún potencial acreedor estaría dispuesto a prestarle a la firma en el futuro.

e) Acreedores no asegurados: no tienen activos de la firma como colateral para sus préstamos. Sus incentivos son recuperar el principal de sus créditos e intereses no pagados. Hay un grupo de acreedores no asegurados que está relacionado con el ciclo económico de la firma (ejemplo, los proveedores), interesado en mantener funcionando la firma, y otro grupo que sólo está interesado en recuperar sus préstamos (ejemplo, entidades financieras sin colateral).

IV. Características del mecanismo de bancarrota de Colombia

La Ley 550 es una regulación del proceso de negociación entre acreedores y deudores de una firma. Su objetivo es proveer a las partes de mecanismos e incentivos para lograr un acuerdo de pago de obligaciones, y para diseñar y poner en práctica planes de normalización de actividades que permita la preservación de las compañías económicamente viables que generen empleo. Esta ley no establece un resultado específico o una distribución dada del valor económico de la firma, sino que motiva a deudores y acreedores a que logren acuerdos con base en sus propios intereses.

La ley no estipula explícitamente una condición de eficiencia ex post como criterio principal para la toma de la decisión entre reestructurar o liquidar la firma, potencialmente manteniendo vivas a compañías que deberían ser liquidadas.

Adicionalmente, la Ley 550 está orientada a dar más importancia a los

procesos de reestructuración que a los de liquidación. Esta orientación se observa en que no existe ninguna regla de prioridad absoluta de los reclamos en la cual las deudas con los acreedores sean las primeras que se pagan.⁶ El porcentaje mínimo necesario para aprobar un plan de reestructuración es del 50% del total de votos más uno, aunque establece la condición que al menos tres de los grupos participantes deben aceptar el plan.

Dado que procesos demorados pueden reducir el valor económico de una firma, la Ley 550 establece períodos de negociación que permiten que el acuerdo de reestructuración sea alcanzado en un lapso de más o menos ocho meses. En la práctica, el proceso puede consumir más tiempo porque no se incluyen períodos límite para resolver protestas.⁷ Además, los poderes de veto que la ley da a los trabajadores y pensionados, a los accionistas y al gobierno pueden generar retrasos, dando espacio a que éstos jueguen a extraer resultados de otros que no tienen de-

⁴ Este grupo está dividido en accionistas dominantes y minoritarios. Los dominantes, además de maximizar el valor de la firma, buscan mantener el control sobre la propiedad. Los minoritarios también desean maximizar el valor de la firma, pero con la protección de sus derechos de propiedad.

⁵ White, Michelle. “Bankruptcy Procedures in Countries Undergoing Financial Crises”, en Claessens, Stijn, Simeon Djankov and Ashoka Mody Eds. *Resolution of Financial Distress. An International Perspective on the Design of Bankruptcy Laws*, World Bank Institute Development Studies, Washington D.C., EE.UU, mayo, 2001.

⁶ Aunque la Ley 550 no impone ningún orden de prioridad de pagos, ésta sugiere que las deudas con empleados, pensionados y de impuestos deberían ser pagadas primero. Después, los acreedores asegurados, no asegurados y accionistas tienen la misma prioridad.

⁷ La Ley 550 establece que cualquier participante puede protestar los resultados en cada etapa, y refutar la elección del promotor, la distribución de los derechos de voto, el plan de reestructuración, etc.

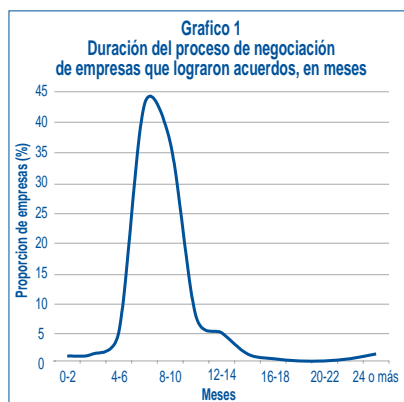
recho a veto, disipando el valor económico de la firma.⁸

La Ley 550 está orientada hacia el deudor, por cuanto elimina las sanciones penales y civiles a los accionistas y administradores que lleven la firma hacia la bancarrota, excepto si se demuestra que realizaron alguna actividad ilegal⁹, y permite que los administradores responsables de la bancarrota mantengan sus puestos durante el proceso. La ley establece la aprobación de un Código de Conducta Empresarial, para garantizar los derechos de los acreedores en la negociación y la calidad de la información distribuida a las partes y desincentivar comportamientos arriesgados por parte de los administradores, “el todo o nada”. Dicha orientación, además, tiene un impacto en la oferta de crédito hacia la firma. Cuando una firma entra en bancarrota, los acreedores enfrentan mayor riesgo que los accionistas, destinando mayores recursos económicos para supervisar las actividades de la misma. Esto afecta la eficiencia ex ante, por lo que los acreedores podrían no estar interesados en prestar.¹⁰

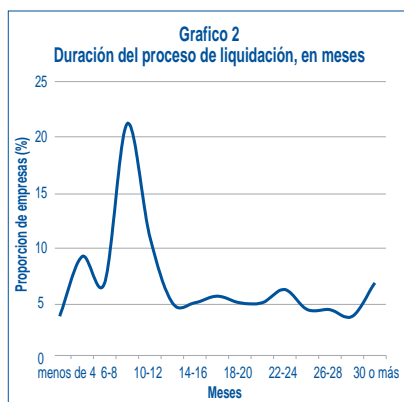
V. Resultados descriptivos de la ley 550

Entre 2000 y mediados de 2004, 678 empresas entraron en proceso de reestructuración, de las cuales 565 firmas (83.3%) lograron un acuerdo, y 113 se mantenían en proceso de negociación.¹¹ Adicionalmente, 254 empresas entraron en liquidación.

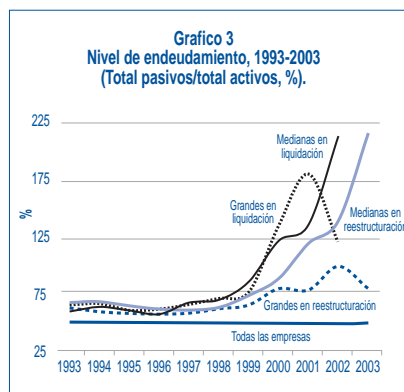
El gráfico 1 muestra la duración de los procesos de reestructuración para los casos en que se logró un acuerdo: 6.6% de las empresas finalizaron exitosamente el proceso en menos de seis meses; 42.2% lo hicieron entre seis y ocho meses y el 36% entre ocho y diez meses, y en algunos casos, hasta veinticuatro meses. La ley, por tanto, ha sido relativamente



Fuentes: Superintendencia de Sociedades. Cálculos del autor.



Fuentes: Superintendencia de Sociedades. Cálculos del autor.



Fuentes: Superintendencia de Sociedades. Cálculos del autor.

exitosa en alcanzar acuerdos de reestructuración en el período de tiempo esperado. Todavía es necesario que se reduzcan y limiten los tiempos para respuesta de protestas y vetos, lo que podría incrementar la velocidad del proceso de negociación y, por lo tanto, mejorar la eficiencia ex post.

Los procesos de liquidación consumen más tiempo: el 60% de los casos terminó después de un año, con algunos que gastaron más de treinta meses (gráfico 2). Sólo 19% de los casos terminó antes de ocho meses, haciendo de éste un mecanismo muy costoso en términos económicos.

El gráfico 3 muestra el desempeño financiero histórico de las empre-

⁸ La Superintendencia de Sociedades ha encontrado que los accionistas y los administradores han logrado acuerdos de reestructuración con pequeños acreedores, trabajadores, etc., por fuera del proceso de negociación, facilitado por la reducción del porcentaje mínimo necesario para aprobar tales planes. Revista *Dinero*, “La nueva Ley 550”, edición 179, sección Negocios, 2003.

⁹ Condiciones macroeconómicas desfavorables fueron la causa de la mayoría de las bancarrotas que se dieron en 1999. Superintendencia de Sociedades,

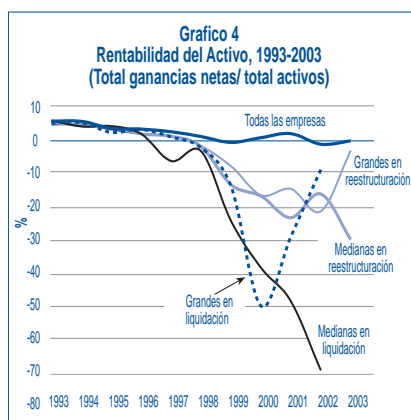
Exposición de Motivos Ley 550 de 1999, Gobierno Nacional, Bogotá, 1999.

¹⁰ Según la Superintendencia de Sociedades, de los \$9.6 billones de activos en proceso de reestructuración, sólo \$85 mil millones son nuevos recursos, \$65 mil millones de los cuales fueron para una sola firma. Revista *Dinero*, “La nueva Ley 550”, edición 179, sección Negocios, 2003.

¹¹ Las grandes empresas representan la mayor proporción de los usuarios de la reestructuración (35.1%), seguido por las empresas pequeñas y medianas (28.3% y 26.5%, respectivamente). En contraste, las firmas pequeñas son las que tienen mayor proporción en los casos de liquidación (37.9%), seguidas por las medianas (28.6%) y las grandes empresas (19.3%).

Los sectores intensivos en mano de obra son los que más utilizan la Ley 550. La industria manufacturera y el comercio fueron los que más participaron en los procesos de reestructuración y liquidación (34.1% y 18.1% para las manufacturas; 32.3% y 24.2% para el sector comercial).

¹² Para los cálculos de indicadores de endeudamiento y rentabilidad de empresas bajo Ley 550 se utilizó información financiera de 152 compañías grandes en proceso de reestructuración, 26 empresas grandes en proceso de liquidación, 63 empresas medianas en reestructuración y 20 empresas medianas en liquidación. La información proviene de la Superintendencia de Sociedades para el período 1993-2003.



Fuentes: Superintendencia de Sociedades. Cálculos del autor.

sas que se acogieron a la protección de la Ley 550.¹² En 1993 las empresas que posteriormente entraron en Ley 550 no mostraban niveles de endeudamiento significativamente diferentes a las empresas sin problemas. Desde 1996-1997 las empresas con problemas comenzaron a mostrar niveles altos y sistemáticos de deuda que llegaron a ser hasta cinco veces mayores que el nivel de endeudamiento de las empresas sin problemas.

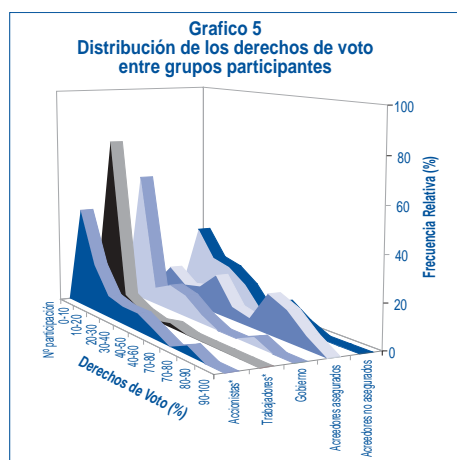
Adicionalmente, las firmas con problemas tuvieron reducciones en sus indicadores de rentabilidad. Las firmas cubiertas por la Ley 550 tuvieron indicadores de rentabilidad del activo similares a las de las firmas sin problemas hasta 1997 (gráfico 4). Sin embargo, desde 1998 las firmas con problemas mostraron reducciones sistemáticas en este indicador, mientras que las firmas sin problemas se mantuvieron estables, sugiriendo que algunas de las empresas mostraban problemas financieros estructurales desde 1997, profundizados en la recesión de 1999. Es posible que la Ley 550 se haya convertido en una forma de salvamento para algunas empresas que, por sus problemas estructurales, deberían haber ido directamente a un proceso de liquidación.

VI. Evaluación empírica de la ley 550 de 1999

Se recolectó información sobre los derechos de votación de los participantes, el proceso de negociación, las fórmulas de reestructuración, los elementos de gobierno corporativo incluidos en el Código de Conducta Empresarial y las razones que hicieron que las firmas en liquidación obligatoria entraran en este proceso para cincuenta empresas en reestructuración y diez en liquidación entre 2000 y 2003.¹³

A. Compañías en proceso de reestructuración¹⁴

Como se observa, hay una gran concentración de casos en los cuales los grupos de accionistas, trabajadores y gobierno tienen bajos porcentajes de derechos de voto. Por otro lado, el grupo de acreedores asegurados muestra una distribución con picos de derechos de voto en los rangos 30%-40%, y 60%-80%. Adicionalmente, el grupo de acreedores no asegurados tiene una concentración de derechos de voto en los porcentajes bajos, pero no tan concentrado como el de los accionistas, trabajadores y gobierno.



* En 33.3% de los casos, los derechos de voto de los accionistas son cercanos a 0%.
** En 58.8% de los casos, los trabajadores y pensionados tienen derechos de voto por debajo de 5%.
Fuentes: Superintendencia de Sociedades. Cálculos del autor.

Aunque los grupos de acreedores, trabajadores y gobierno muestran bajos porcentajes de derecho de voto, la Ley 550 les da derechos de veto en el proceso de negociación. En consecuencia, la ley podría estar animando a lograr acuerdos amigables con el deudor porque da poder de negociación significativo a grupos minoritarios asociados con el objetivo de mantener a la firma funcionando, mientras que los acreedores con grandes montos de recursos en préstamo y, por lo tanto, con mayor riesgo, tienen menor poder de negociación respecto a sus derechos de voto.

Para medir la participación de los grupos en el proceso de negociación, se sumaron los derechos de voto de aquellos grupos que efectivamente participaron en el proceso de reestructuración. Se encontró que, en promedio, 79.2% de los participantes con derecho de voto intervino en el proceso de negociación.¹⁵

La Ley 550 establece que un acuerdo de reestructuración debe ser aprobado por al menos tres de los grupos participantes cuyos derechos de voto sumen mínimo 50% más uno. El gráfico 6 muestra que en 52% de los casos, todos los participantes que intervinieron en el proceso de negociación dieron su voto positivo al acuerdo, es decir, hubo votación unánime en 26 de los 50 casos analizados. El 56% de los casos fue aprobado con

¹³ La información financiera de las empresas estudiadas se encuentra disponible a solicitud del lector.

¹⁴ De acuerdo con la Ley 550, el promotor debe calcular los derechos de voto de los participantes (diferentes a los accionistas) teniendo como base el valor del capital adeudado, considerando sólo el principal de la deuda, sin contar los intereses vencidos, multas ni sanciones.

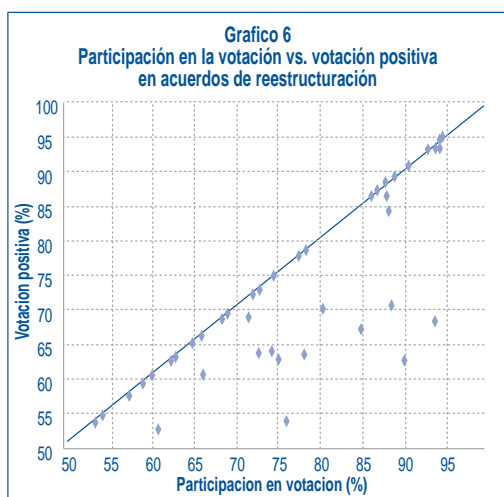
¹⁵ En el 10% de los casos, la participación fue entre 50% y 60%; en 22% de los casos fue entre 60% y 70%; en 20% de los casos fue entre 70% y 80%; en 20% de los casos fue entre 80% y 90%; y en 28% de los casos fue entre 90% y 100%.

menos del 75% de los votos, demostrando que la flexibilización de este requisito ha salvado de la liquidación a la mitad de los casos estudiados.

En promedio, un acuerdo de reestructuración se alcanza con una tasa de aprobación del 71.9% del total de los derechos de voto: 14.9% de los accionistas, 3% de trabajadores y pensionados, 8.2% del gobierno y de las entidades de seguridad social, 31% de los acreedores asegurados y 14.8% de los acreedores no asegurados. Los votos negativos y las abstenciones corresponden al 4.1% y 24% del total de derechos de voto, respectivamente.

Como muestra el gráfico 7, el grupo de accionistas tiene la mayor proporción de votos positivos al acuerdo: 85.5% de los accionistas votó positivo, 0% votó negativo y 14.5% no votó. El grupo de gobierno e instituciones de seguridad social es el de menor proporción de votos positivos y de mayor proporción de votos negativos: el 61.7% votó positivo, el 8.5% votó negativo y el 29.7% no participó. Finalmente, los acreedores no asegurados se abstuvieron con mayor frecuencia: el 66.8% votó positivamente, el 0.6% votó negativamente y el 32.7% no participó.¹⁶

Algunos de los resultados sobre la participación en la negociación son congruentes con la teoría. Por ejemplo, los accionistas tienen la mayor proporción de votos positivos, seguido por los trabajadores y pensionados. El grupo compuesto de gobierno e instituciones de seguridad social es indiferente al destino de la firma, porque les interesa recolectar el capital adeudado por impuestos, multas, etc. Por lo tanto, no es ilógico que este grupo muestre la menor proporción de votos positivos (61.7%) y la mayor proporción de votos negativos (8.5%).



Fuentes: Superintendencia de Sociedades. Cálculos del autor.



Fuente: Superintendencia de Sociedades. Cálculos del autor.

Finalmente, los grupos de acreedores asegurados y no asegurados muestran grandes proporciones de votos positivos (72.8% y 66.8%, respectivamente). Por un lado, el grupo de acreedores asegurados presenta la tercera mayor votación positiva, un resultado contra intuitivo dado que la teoría expresa que éstos son los menos interesados en aprobar acuerdos de reestructuración. Este resultado es muy importante porque demuestra que los acreedores asegurados han revelado sentido de colaboración en ayudar a rescatar a las firmas de la bancarrota, incluso en con-

tradición con sus propios intereses, lo cual fue la intención de la Ley 550.

Por otro lado, los acreedores no asegurados muestran la segunda menor proporción de votos positivos (66.8%) y la mayor proporción de abstención de todos los grupos (32.7%). La proporción de votos positivos puede explicarse porque este grupo está compuesto mayoritariamente por proveedores.

Los grupos que usualmente participan más en las coaliciones para aprobar los acuerdos de reestructuración son los accionistas, acreedores asegurados y acreedores no asegurados.¹⁷ Con el fin de alcanzar un acuerdo de reestructuración, es necesario que los grupos con mayores derechos de votos (accionistas, acreedores asegurados y no asegurados) estén de acuerdo con los términos del acuerdo. Sin embargo, también es necesario que grupos minoritarios con poder de veto (trabajadores y gobierno) estén implícitamente de acuerdo, ya que ellos podrían parar el acuerdo.

La fórmula de reestructuración más usual es la postergación de los pagos de la deuda. En todos los casos estudiados, los

¹⁶ Para hacer que los porcentajes de votación fueran comparables entre grupos, se calculó la tasa de aprobación por grupo: la suma de los derechos de voto de aquellos participantes que votaron positivo (negativo o se abstuvieron) sobre la suma total de derechos de voto de los participantes pertenecientes al respectivo grupo.

¹⁷ De 39 casos en los cuales los cinco grupos tuvieron derechos de voto, el grupo de accionistas apareció en 29 casos, el grupo de acreedores asegurados en 31, y el grupo de acreedores no asegurados en 34. El grupo de trabajadores y el de gobierno aparecieron en 28 y 23 casos, respectivamente. La información completa acerca de estos resultados está a disponibilidad del lector.

participantes estuvieron de acuerdo en posponer los pagos en 9.5 años, en promedio, acompañada con la venta de activos de la firma, nuevos préstamos, nuevo capital, canjes de deuda por patrimonio, bonos o perdón de parte de la deuda. El cuadro 1 muestra el número de casos por cada fórmula de reestructuración.

Como muestra el cuadro 1, el sistema de bancarrota colombiano no ha sido eficiente en atraer nuevos recursos para las empresas. Aunque la Ley 550 ha facilitado los procedimientos para lograr acuerdos de reestructuración, este incentivo no ha inducido a que los accionistas ni los acreedores ofrezcan recursos frescos, tal vez porque la percepción de riesgo en dichas empresas sigue sien-

Cuadro 1 Fórmulas reestructuración de la deuda	
Postergación de pagos	50
Venta de activos	21
Nuevos créditos	3
Nuevo capital	2
Canje deuda patrimonio	7
Bonos	2
Perdón de deudas	1
Fuente: Superintendencia de Sociedades. Cálculos del autor.	

do alta, aun después del proceso de reestructuración.

Finalmente, el cuadro 2 muestra las condiciones establecidas en la reestructuración de pagos con los diferentes grupos participantes, sugiriendo un orden de prioridad im-

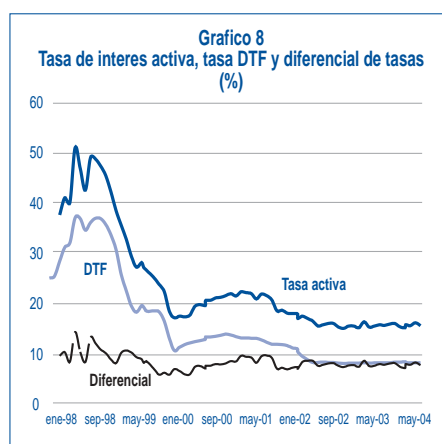
plícito: i) trabajadores y pensionados; ii) instituciones de seguridad social; iii) gobierno; iv) acreedores no asegurados; v) acreedores asegurados; y iv) accionistas. La evidencia muestra que no se puede afirmar que estos acuerdos cumplan con el criterio de prioridad absoluta en el orden de pagos.

Los acuerdos establecen frecuentemente reducciones de tasa de interés al nivel de la tasa de crecimiento del IPC o la tasa DTF.¹⁸

El gráfico 8 muestra la tasa de interés activa, la tasa DTF y el diferencial entre ellas, equivalente a 7.9%. Se encontró que en 38 de los 50 casos,

¹⁸ Información detallada de los procesos por firma está disponible a solicitud del lector.

Cuadro 2 Condiciones para la reestructuración de pagos con los diferentes grupos participantes - Empresas en reestructuración			
	Trabajadores y pensionados	Gobierno fiscales	Instituciones de Seg. Social
Número de casos	39	44	22
Período límite de pagos (en meses)			
Promedio	13,6	41,3	37
Valor Máximo observado	84	120	84
Período de gracia (en meses)			
Número de casos	14	23	13
Promedio	14,5	21,3	19
Valor Máximo observado	48	60	36
Tasa de interés*	0%	Tasa DTF	Tasa crecimiento anual IPC DTF con puntos porcentuales
	Acreedores asegurados	Acreedores no asegurados	Accionistas
Número de casos	45	42	Final del acuerdo
Período límite de pagos (en meses)			
Promedio	115	83,5	
Valor Máximo observado	240	240	
Período de gracia (en meses)			
Número de casos	35	28	
Promedio	51,6	48,4	
Valor Máximo observado	144	132	
Tasa de interés*	Tasa crecimiento anual IPC	Tasa crecimiento anual IPC	0%
* La tasa de interés mas frecuente acordada, por grupo participante. Fuente: Superintendencia de Sociedades. Cálculos del autor.			



Fuentes: Superintendencia Bancaria y Banco de la República. Cálculos del autor.

los acreedores asegurados estuvieron dispuestos a reducir la tasa de interés pactada en los contratos de préstamo por debajo de la DTF más este diferencial.

B. Compañías en proceso de liquidación

Como ocurre con aquellas firmas en proceso de reestructuración, hay una gran concentración de casos en los cuales los accionistas y trabajadores tienen una pequeña proporción de derechos de voto (los máximos porcentajes observados fueron 8.4% y 15.7%, respectivamente). Los acreedores tuvieron una proporción importante de derechos de voto (69.3%), similar a los casos de reestructuración (65.3%). Sin embargo, debido a que las firmas en proceso de liquidación tenían más deudas con acreedores no asegurados, la composición de deuda entre asegurados y no asegurados es diferente.¹⁹

La fórmula usual fue la postergación de los pagos, en promedio por ocho años, combinada con venta de activos (tres casos), o pago con servicios producidos por la firma (un caso). El cuadro 3 resume la información de los procesos de reestructuración fallidos para las empresas en liquidación.

En resumen, la distribución de derechos de voto y las fórmulas fallidas de reestructuración en las empresas en liquidación obligatoria fueron similares a aquellas de las empresas que actualmente están en reestructu-

¹⁹ No se pudieron analizar los procesos de votación en estas empresas debido a que los resultados de dichos procesos no estuvieron disponibles al público.

Cuadro 3
Condiciones para la reestructuración de pagos con los diferentes grupos participantes
Empresas en liquidación

	Trabajadores y pensionados	Gobierno fiscales	Instituciones de Seg. Social
Número de casos	7	9	5
Período límite de pagos (en meses)			
Promedio	24	32	34,5
Valor Máximo observado	72	72	72
Período de gracia (en meses)			
Número de casos	4	4	3
Promedio	10,5	15,2	14
Valor Máximo observado	24	28	24
Tasa de interés*	0%	Tasa crecimiento anual IPC	Reglamentación tributaria
	Acreedores asegurados	Acreedores no asegurados	Accionistas
Número de casos	8	9	Final del acuerdo
Período límite de pagos (en meses)			
Promedio	72	64,5	
Valor Máximo observado	96	96	
Período de gracia (en meses)			
Número de casos	5	6	
Promedio	44	39	
Valor Máximo observado	60	60	
Tasa de interés*	Tasa crecimiento anual IPC	Tasa crecimiento anual IPC	0%
		0%	

* La tasa de interés mas frecuente acordada, por grupo participante.

Fuentes: Superintendencia de Sociedades. Cálculos del autor.

ración. Se puede concluir que los acuerdos aprobados en estos dos diferentes grupos son análogos en condiciones y tiempos.

C. Evaluación empírica de la condición de eficiencia ex post

Se realizó una evaluación para corroborar si la Ley 550 satisface la condición de eficiencia ex post,²⁰ encontrando que ésta es satisfecha en 23 de 31 casos. Sin embargo, en ocho casos esta condición no se cumplió, y estas empresas deberían haber entrado a liquidación.

Adicionalmente, para las firmas en liquidación el valor de la firma como unidad económica fue mayor que el valor de sus partes en cuatro de cinco casos. En resumen, en 26% de los casos, la condición ex post no es satisfecha, sugiriendo que la Ley 550 ha dado espacio para que algunas firmas que deberían haber sido liquidadas, fueran reestructuradas.

VII. Conclusiones

La Ley 550 ha mejorado el sistema de bancarrota colombiano porque: i) ha flexibilizado el proceso al incluir reglas de negociación formales que han facilitado el logro de acuerdos entre las partes, ii) ha reducido el tiempo consumido por el proceso a alrededor de ocho meses, y iii) ha incluido el Código de Conducta Empresarial que protege los derechos de los acreedores durante la negociación, mejora la calidad de la información suministrada y desincentiva comportamientos arriesgados por parte de los administradores. Sin embargo, aún tiene algunas deficiencias: i) no contempla explícitamente una condición de eficien-

cía ex post, ii) está orientada a favorecer la reestructuración sobre la liquidación, y iii) tiene una orientación hacia el deudor.

Una nueva ley de bancarrota debería enfocarse en mejorar la eficiencia ex ante y ex post del mecanismo. Esto se puede alcanzar con la inclusión explícita de una regla que establezca que la opción de reestructuración debe ser escogida si, y sólo si, el valor de la firma como unidad es mayor que su valor por partes, y la liquidación en caso contrario.

La ley puede mejorar la eficiencia del mecanismo si a los acreedores y deudores se les da igual papel en el proceso de negociación. Es necesario establecer una regla que priorice la preservación de los reclamos, dar poder de voto y veto proporcional al nivel de deuda de la firma con los participantes y restaurar las sanciones a los administradores y accionistas responsables de la bancarrota. Los tiempos en cada etapa del proceso deben ser reducidos y el tiempo para responder protestas limitado. Por último, es necesario extender el Código de Conducta

Empresarial a las relaciones entre participantes por fuera de la mesa de negociación.

La Ley 550 no ha sido exitosa a la hora de incentivar, durante el proceso de negociación, la llegada de nuevos capitales a las firmas en problemas. Casi todos los procesos se basan en el aplazamiento de pagos y/o venta de activos, y sólo una pequeña proporción incluye nuevos recursos (de créditos o capitalizaciones), canje de deuda por patrimonio o bonos. Por lo tanto, este mecanismo debe ser complementado con otros tipos de políticas. Por ejemplo, el Gobierno debería incentivar el uso de canjes de deuda por patrimonio a través de exenciones de impuestos a inversiones en estas compañías, particularmente medianas y pequeñas firmas. También debería incrementar la información disponible a las firmas sobre las líneas de crédito que existen para obtener recursos financieros. **ANIF**

²⁰ Detalles del cálculo se encuentran a disponibilidad del lector.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aghion, Phillippe, Oliver Hart and John Moore, "The Economics of Bankruptcy Reform", *NBER Working Paper Series*, No. 4097, National Bureau of Economic Research, junio, 1992.
- Hart, Oliver, "Different Approaches to Bankruptcy", *NBER Working Paper Series*, No. 7921, National Bureau of Economic Research, septiembre, 2000.
- Ley 550 de 1999, República de Colombia, Gobierno Nacional de Colombia.
- Nam, Il Chong and Soogeun Oh, "Bankruptcy of Large Firms and Exit Mechanisms in Korea", *Research Monograph*, No. 2000-01, Korea Development Institute, 2000.
- "La nueva ley 550", *Revista Dinero*, edición No.179, sección Negocios, 2003.
- Superintendencia de Sociedades, *Exposición de Motivos Ley 550 de 1999*, Gobierno Nacional de Colombia, Bogotá, 1999.

Desempeño bancario reciente y desafíos del sector financiero

El sistema financiero colombiano ha continuado con su trayectoria de recuperación durante los años 2002-2005, después de la profunda crisis del período 1998-2001. Así lo demuestran las cifras consolidadas del sistema financiero dadas a conocer recientemente por la Superintendencia Financiera. Según dicho organismo, las utilidades de este sector alcanzaron \$5.5 billones durante el año 2005, equivalentes a una rentabilidad de 3.5% sobre activos y de 23% sobre patrimonio.

Los establecimientos de crédito (excluyendo Instituciones Oficiales Especiales) contribuyeron con el 60% de las utilidades del sector, registrando ganancias por \$3.3 billones. Esta cifra representa un incremento real de 11% respecto a las registradas el año anterior. A su vez, las ganancias de los bancos, \$2.9 billones, explican el 87% de las utilidades de los establecimientos de crédito. Éstas presentaron un incremento real de 16% anual.

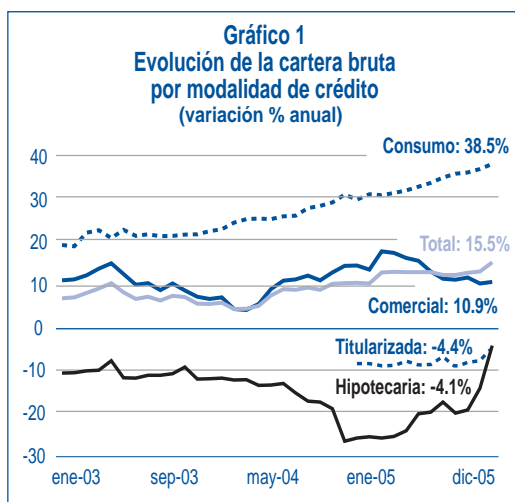
Origen de la recuperación bancaria. Una parte importante de la recuperación del sector bancario está asociada a la mayor penetración crediticia en la eco-

nomía nacional. En efecto, el saldo de cartera aumentó un saludable 15% anual en términos nominales, equivalente a un crecimiento real de 11% anual (gráfico 1). Dicho saldo cerró en casi \$68 billones, lo cual representa 23% del PIB. Este porcentaje, sin embargo, resulta todavía inferior al 37% del PIB que se tenía en el período precrisis de los años 1996-1997. En buena medida esto se explica por la caída de la cartera hipotecaria durante esa época, que no se ha recuperado todavía. Al cierre de 2005, este tipo de cartera tan sólo equivalía a

2.4% del PIB (3.5% incluyendo las titularizaciones), comparado con el 12% del PIB que representó en el período precrisis.

En todo caso, vale la pena destacar cómo el ciclo crediticio parece estar poniéndose a tono con el ciclo de recuperación del PIB real, quedando atrás los difíciles años del período 1998-2001. Prueba de lo anterior es la mayor generación de empleo, la recuperación de la demanda de los hogares y su mayor potencial de endeudamiento, especialmente para adquirir bienes de consumo semidurable y durable.

La cartera comercial (equivalente al 62% del total) es la que más ha aportado en términos de volumen a la recuperación crediticia, creciendo a un ritmo anual de 6% real durante 2005. De forma similar, el microcrédito continúa siendo la porción más dinámica de la cartera, al registrar un crecimiento anual de 44% real, aunque su participación apenas se acerca al 2% del total. No obstante, el esfuerzo marginal ha sido significativo, pues se logró incorporar al microcrédito formal a cerca de 125.000 nuevos clientes. Además, en esta área es



Fuente: Superintendencia Financiera y cálculos Anif.

cada día más palpable el interés competitivo que muestra el sector bancario por lograr una mayor bancarización del sector Pyme, fuente importante de nuevos empleos. Por último, el crédito de consumo (con 26% del total) también registró una gran expansión al crecer a un ritmo anual de 34% real.

En la coyuntura actual, merecen especial atención los esfuerzos que viene haciendo el sistema financiero por responder de forma creativa a la postración que se observaba en el sector hipotecario. Después de haberse contraído a un ritmo anual promedio del orden de 20% real en los últimos años, dicha contracción se desaceleró a 10% real hacia finales del año 2005. Más aún, tras la privatización de Granahorrar, el sector bancario consolidado (banca comercial más hipotecaria) ha empezado a ofrecer un creciente menú de opciones en plazos, modalidades y tasas. Este novedoso paquete de financiamiento hipotecario implica que el costo real del financiamiento de vivienda hoy se acerca al 8% real anual, bien por debajo del techo máximo que ha mantenido el Banco de la República de 13.9% real anual.

La calidad de la cartera también ha seguido mejorando. La cartera vencida totalizó \$1.8 billones al cierre de 2005, descendiendo 7.2% anual (o sea, una caída real de 12%). Así, el indicador tradicional de calidad de la cartera (vencida/bruta) disminuyó de 3.3% en 2004 a tan sólo 2.7% en diciembre de 2005. De forma similar, el indicador de cubrimiento total (provisiones/cartera vencida) aumentó de niveles de 150% a cerca de 170%, lo cual demuestra que ahora la banca se encuentra plena-

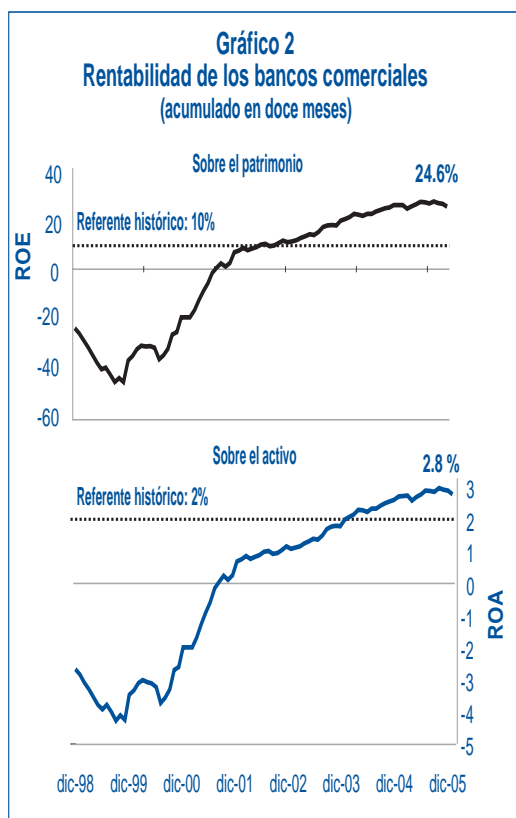
mente cubierta frente a eventuales deterioros de su cartera.

Descomposición de la rentabilidad bancaria. La rentabilidad patrimonial (ROE) mide la relación entre la utilidad (U) y el patrimonio (P) e indica cuánta utilidad está generando la entidad financiera por cada peso invertido. El ROE disminuyó 0.65 puntos porcentuales, al pasar de 25.23% a 24.58%. Este decrecimiento puede explicarse por una menor rentabilidad del activo (ROA=U/A) o por un menor apalancamiento (A/P) (gráfico 2). Las cifras revelan que la disminución del ROE se explica en su totalidad por el menor apalancamiento, que contribuyó

con -1.34 a dicho cambio. La rentabilidad del activo (ROA) contribuyó de manera positiva con 0.69 puntos porcentuales.

La mayor rentabilidad del activo puede provenir de mejoras en el mar-

El costo real del financiamiento de vivienda hoy se acerca al 8% real anual, bien por debajo del techo máximo que ha mantenido el Banco de la República de 13.9% real anual.



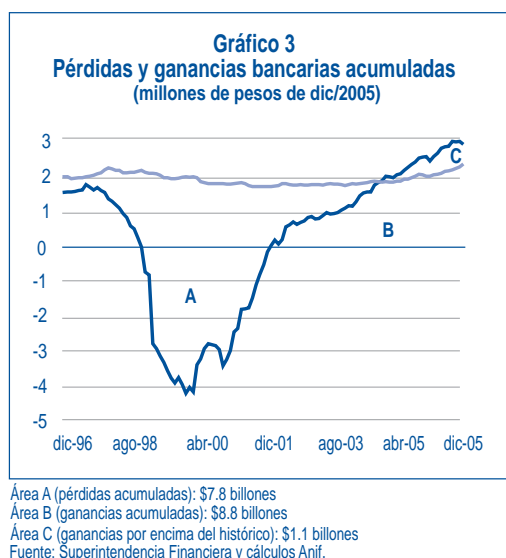
Fuentes: Superintendencia Financiera y cálculos Anif.

gen de ganancia (MG), definido como la utilidad sobre los ingresos totales (U/IT), o de incrementos en la productividad del activo (PA), medida como los ingresos que genera cada unidad del activo (IT/A). En el cuadro anexo se observa que el ROA pasó de 2.69% a 2.77% en el último año. A este aumento de 0.07 puntos porcentuales contribuyó el margen de ganancias con 0.12 puntos, mientras que la PA tuvo un decrecimiento de 0.05 puntos.

De este ejercicio se deduce que el mayor margen de ganancia¹ proviene de los ingresos totales, los cuales crecieron a una tasa de 10.8% real, superior a la de los gastos totales (9.8%). A su vez, la relación gastos/ingresos totales cayó de 76.23% en diciembre de 2004 a 75.57% en diciembre de 2005. Esta reducción de 0.65 puntos porcentuales se explica por el menor crecimiento de los gastos administrativos y los gastos en intereses con relación al crecimiento de los ingresos.

¹ $MG = U/IT = (IT - GT)/IT = 1 - GT/IT$.

En efecto, la relación gastos de intereses/ingresos totales descendió de 27.99% a 27.44%, contribuyendo con 0.55 puntos porcentuales a la caída en la relación gastos/ingresos totales. Este descenso se debe a la caída en las tasas de interés y a la recomposición de los depósitos bancarios a favor de las cuentas de ahorro y cuentas corrientes. El margen, calculado como la diferencia entre las tasas activas y la DTF, se ha mantenido relativamente estable desde el año 2001, lo cual indica que la remuneración por depósitos no ha caído. En mayor medida, la relación gastos administrativos/ingresos totales descendió de 38.27% a 35.05%, contribuyendo con 3.22 puntos porcentuales a la caída en la relación gastos/ingresos totales. Esta



sos. Aquí cabe resaltar que, tal como ha venido ocurriendo en años anteriores, el rubro de pagos de impuestos se ha incrementado de forma significativa, elevando la relación entre los gastos operativos (distintos a provisiones) y los ingresos. En efecto, los pagos de impuestos (directos e indirectos), como proporción de los ingresos totales, se elevaron de 8.96% a 9.61% durante el año 2005, contribuyendo con 0.65 puntos porcentuales al incremento en la relación gastos/ingresos.

La productividad del activo, medida como la proporción de los ingresos totales respecto a los activos bancarios, registró un descenso al pasar de 14.45% a 14.19%. Dicho decrecimiento de 0.26 puntos porcentuales se explica principalmente por la caída de 0.26 puntos en los ingresos por inversiones y el descenso de 0.14 puntos en los ingresos no financieros. Por su parte, los ingresos por intereses aumentaron en 0.15 puntos porcentuales.

Conclusiones. En síntesis, el desempeño del sector financiero a lo largo del año 2005 viene siendo el “espejo” de un gran repunte en prácticamente todos los sectores de nuestra economía. Hemos visto cómo, tras la generación de más de un millón de nuevos puestos de trabajo y el incremento del consumo de los hogares, se ha revitalizado la oferta crediticia, no sólo para las grandes empresas, sino especialmente para las microempresas.

Adicionalmente, el sector financiero atraviesa por una de sus fases más dinámicas y creativas, donde el objetivo es conquistar una bancarización más amplia (especialmente en el área hipotecaria), con menores costos para el consumidor. Todo esto, a sabiendas de que ello redundará en una penetración crediticia más amplia, con menos riesgos sistémicos y mayor retorno para el capital invertido en el negocio financiero.

Anif ha estimado que las ganancias acumuladas del período reciente de recuperación (2002-2005) apenas compensan las pérdidas acumuladas durante la crisis (1998-2001). En efecto, las pérdidas ascendieron a \$7.8 billones en el período de crisis, mientras que las utilidades del período de recuperación han ascendido a \$8.8 billones (gráfico 3). Así las cosas, el sector financiero, como el resto de la economía, se encuentra apenas en la trayectoria de consolidar su recuperación y de allí la importancia de perseverar en las buenas prácticas jurídicas y bancarias. Aún estamos lejos de alcanzar los niveles de bancarización que le permitirían a Colombia apuntalar crecimientos superiores al 5% anual, pero claramente estamos en la trayectoria correcta. **ANIF**

El sector financiero atraviesa por una de sus fases más dinámicas y creativas, donde el objetivo es conquistar una bancarización más amplia.

disminución se explica, en parte, por los dinámicos procesos de fusiones y adquisiciones en el sector bancario. Estos procesos están siendo estudiados en profundidad por diversos centros de análisis económico, entre los cuales se encuentra Anif.

De otra parte, los gastos netos de provisiones pasaron de representar 1% de los ingresos totales a representar 3.47%, contribuyendo con 2.47 puntos porcentuales al aumento de la relación entre los gastos y los ingre-

Cuadro anexo. Descomposición de la rentabilidad de los bancos en 2005

	Período	
	Enero 2004 - Diciembre 2004	Enero 2005 - Diciembre 2005
Descomposición de la rentabilidad del patrimonio (ROE) $ROE = (UTILIDAD/PATRIMONIO) = ROA \times AP$ $ROA = (UTILIDAD/ACTIVO)$ $AP = (ACTIVOS/PATRIMONIO)$ (veces)	25.23% 2.69% 9.4	24.58% 2.77% 8.9
1/ Cambio en ROE (puntos porcentuales) Contribución ROA Contribución AP		-0.65 0.69 -1.34
Descomposición de la rentabilidad del activo (ROA) $ROA = (UTILIDAD/ACTIVO) = MG \times PA$ $MG = (UTILIDAD/IT)$ $PA = IT/A$	2.69% 18.64% 14.45%	2.77% 19.50% 14.19%
1/ Cambio en ROA (puntos porcentuales) Contribución MG Contribución PA		0.07 0.12 -0.05
2/ Descomposición de la relación de costos totales a ingresos totales (GT/IT)* Gastos totales/Ingresos totales Gastos de intereses/Ingresos totales Gastos administrativos/Ingresos totales** Gastos provisiones/Ingresos totales Gastos impuestos/Ingresos totales***	76.23% 27.99% 38.27% 1.00% 8.96%	75.57% 27.44% 35.05% 3.47% 9.61%
Cambio en gastos totales/Ingresos totales (puntos porcentuales) Contribución gastos de intereses Contribución gastos administrativos Contribución gastos provisiones Contribución gastos impuestos		-0.65 -0.55 -3.22 2.47 0.65
Descomposición de la productividad del activo (PA) $PA = IT/A = (II + IF + OI)/A$ $II = \text{ingresos intereses}/A$ $IF = \text{ingresos inversiones}/A$ $OI = \text{ingresos no financieros}/A$	14.45% 8.48% 6.19% -0.22%	14.19% 8.22% 6.05% -0.07%
Cambio en PA (puntos porcentuales) Contribución II Contribución IF Contribución OI		-0.26 -0.26 -0.14 0.15

Definición de las variables

ROE: rentabilidad del patrimonio, ROA: rentabilidad del activo, AP: apalancamiento.

MG: margen de ganancia, PA: productividad del activo, IT: ingreso total, A: activo, P: patrimonio, GT: gastos totales.

1/ No incluye el cálculo del efecto cruzado de las variables.

2/ El margen de ganancia puede expresarse como: $1 - (\text{gastos totales}/\text{ingresos totales})$.

*Los gastos no incluyen depreciaciones ni ajustes por inflación y los ingresos corresponden a la suma de los ingresos de intereses más los ingresos financieros diferentes de intereses netos más el neto de las cuentas no operacionales.

** No incluye gastos de impuestos.

*** Incluye la totalidad de los tributos pagados por las entidades.

Fuentes: Superintendencia Financiera y cálculos Anif.

Reservas internacionales netas de Colombia... ¡Pura acumulación!

“Colombia... Pura Pasión” ha sido un *slogan* que ha generado grandes polémicas, casi tantas como las tejidas alrededor del tema del manejo de las Reservas Internacionales Netas (RIN). Con relación a las RIN, bien puede concluirse que la consigna ha sido... ¡Pura acumulación!, llegando a niveles de los US\$15.000 millones al cierre del año 2005.

Esta acumulación de cerca de US\$5.000 millones adicionales, durante el período 2003-2005, se ha hecho muy a pesar de lo sugerido por algunos congresistas, que pensaban que el nivel óptimo total estaba alrededor de los US\$5.000 millones. Pero lo curioso es que este incremento de RIN también se ha hecho en contravía de las propias conclusiones del equipo técnico del Banco de la República, el cual había sugerido (bajo presión política) que el nivel óptimo de las RIN era de tan sólo unos US\$10.000 millones. ¿Por qué se terminó incrementando en 50% el nivel “óptimo” de las RIN? ¿Qué alteró la sólida estrategia de “inflación objetivo” que había logrado montar un sistema de subastas cambiarias que estabilizaban la trayectoria de mediano plazo de la tasa de cambio?

En medio de estos apasionados debates, algunos analistas han concluido (erradamente) que el Banco de

la República hasta se salió con la suya, pues hizo lo contrario de lo que había recomendado en materia de RIN y gracias a ello “contuvo” la apreciación cambiaria.

Anif considera que las estadísticas a este respecto son contundentes: las RIN no disminuyeron (se incrementaron en 50% en dólares, tratando de defender un arbitrario piso de la tasa de cambio nominal); además, la apreciación cambiaria ha sido fuerte, independientemente de los juegos pirotécnicos del Emisor, pues el peso se apreció a un ritmo de 10% anual en promedio durante el año 2004 y otro 12% durante 2005.

En esta nota analizaremos, primero, cómo el intento por defender un nivel nominal de la tasa de cambio se convierte en un juego peligroso al alentar “burbujas especulativas”. Segundo, veremos que el concepto de las RIN óptimas es dinámico y debe analizarse en el contexto de las vulnerabilidades externas y no del juego político en que se ha intentado involucrar al Banco de la República.

Acumulando las RIN. En los últimos seis años (1999-2005), el saldo de las RIN se ha incrementado de US\$8.102 millones a US\$14.947



*proyección.
Fuentes: Banco de la República y cálculos Anif.



Fuente: Banco Central de la República Argentina.

millones (gráfico 1). Durante el año 2005, las RIN crecieron a un ritmo de 10.5% como resultado de la defensa de un nivel *spot* que aparentemente el mercado identificó alrededor de los \$2.300/dólar hasta agosto, cuando dicho piso fue finalmente derrotado. Así pues, el nivel de las RIN ha sido significativamente superior al óptimo señalado por el propio Banco de la República. Pero también resulta “sorpresivamente” elevado el nivel de las RIN frente a los “bombos-platillos” que se montaron sobre la idea de prepagar la deuda pública (lo cual ocurrió en la porción de la deuda externa, pero a cambio de incrementar la deuda interna).

¿Qué ha ocurrido en otros países? Esta idea de “prepagar” deuda externa “facilitando” las RIN no ha sido exclusiva de Colombia y, de hecho, Venezuela (Chávez) y Argentina (Kirchner) también han explotado políticamente este expediente. En el caso de Venezuela, no sólo se logró cambiar buena parte del directorio del Banco Central, ubicando en su reemplazo piezas claves del chavismo, sino que por la vía de forzar el anticipo de utilidades se acaban de girar US\$4.000 millones a favor del gobierno. En Argentina se utilizó un expediente similar y se giraron US\$9.500 millones para prepagar la deuda al FMI (gráfico 2). En este

caso se empleó la figura de un crédito “blando” del Banco Central a favor del gobierno argentino (¡ah!, de paso se logró la deseada devaluación nominal y, de contera, la aceleración de la inflación, tal como lo detallamos en nuestro Diario del 18 de enero pasado).

¿Cuál es el nivel óptimo de RIN para Colombia?

Al igual que ocurre con el nivel de la tasa de cambio real, éste es un concepto dinámico difícil de precisar. Por ejemplo, frente a perspectivas de escasez en la producción petrolera del país, la tasa de cambio real debería depreciarse en los próximos años (probablemente 10%-15% real) y en este mismo sentido el nivel óptimo de RIN debería ser superior al que se pensó a mediados de los años noventa, cuando se llegó a decir (también por parte del Banco Central) que el nivel óptimo era cercano a los US\$5.000 millones. Dado que Colombia es de los pocos países de la región donde la apreciación cambiaria va acompañada de déficit externos del 1%-1.5% del PIB, es útil incluir este concepto en los cálculos de las RIN óptimas. Al combinar los indicadores de servicio de la deuda externa + déficit externo, se llega a la conclusión de que los nive-

les actuales de las RIN son adecuados frente al “negro” panorama petrolero.

Existen tres tipos de indicadores de vulnerabilidad externa. El primer tipo se focaliza en las amortizaciones de deuda externa pública y privada (incluyendo la deuda de corto

El concepto de las RIN óptimas es dinámico y debe analizarse en el contexto de las vulnerabilidades externas.

plazo), donde tradicionalmente se busca que la relación RIN/amortizaciones alcance un valor de uno como mínimo. El segundo tipo incluye los intereses de dicha deuda y, por lo tanto, la relación RIN/amortizaciones+intereses es más exigente que la anterior. Por último, se involucra también el déficit externo, de tal manera que se tiene relativa tranquilidad frente a los choques externos si la relación RIN/amortizaciones+intereses+déficit externo alcanza niveles de 1.5-2.0.

En el período 2004-2005, Colombia ha mostrado indicadores ra-

Cuadro 1. Indicadores de reservas internacionales de Colombia

	2002	2003	2004	2005*
Saldo				
Reservas Internacionales Netas (US\$ millones)	10.841	10.916	13.536	14.227
Indicadores				
A. Indicador de amortizaciones de deuda externa				
Amortizaciones deuda externa (US\$ millones)	10.146	10.173	8.806	14.769
RIN / amortizaciones deuda externa del año en curso	1.07	1.07	1.54	0.96
RIN / amortizaciones deuda externa del año siguiente	1.07	1.24	1.14	1.58

* hasta octubre de 2005.

Fuentes: Banco de la República y cálculos Anif.

zonablemente buenos en materia de liquidez externa, señal de que no sobraban RIN. Por ejemplo, el indicador RIN/amortizaciones fluctuó entre 0.96 y 1.54 (cuadro 1). Las amortizaciones externas del gobierno pasaron de US\$1.354 millones en 2004 a US\$3.500 millones en 2005, incrementándose 159% anual, debi-

Ese otro exceso de liquidez se ha ido entonces a inflar el mercado bursátil y de TES, generando innecesarios riesgos para la estabilidad macroeconómica.

do al esquema de sustitución de deuda externa por interna. Para 2006 se tienen proyectadas amortizaciones mucho menores (cerca de US\$1.245 millones). Por el lado de las amortizaciones privadas de largo plazo, éstas se han mantenido estables alrededor de US\$3.000-3.500 millones entre 2002 y 2005, y suponemos que seguirán este camino en 2006.

Cuando se involucra el efecto del servicio de la deuda, se observa que, hasta 2004, Colombia mejoró respecto a 2002, al registrar un nivel de 1.2. Sin embargo, en 2005 el indicador


retrocede a 0.83, lo que representa un deterioro frente a los niveles de 2002. Esto refleja algún grado de vulnerabilidad si los mercados externos se cerraran de forma intempestiva (como ocurrió en 1998-1999), ver cuadro 2.

Con relación al tercer indicador, que incluye la cuenta externa, Colombia muestra una sostenida mejoría en 2002-2004 al pasar de 0.94 a 1.39. Sin embargo, durante 2005 tuvo una recaída a niveles de 0.87.

Estos valores también deben calcularse de forma prospectiva (involucrando las exigencias del año siguiente). Al realizar este ejercicio se observa que, para el año 2005, se obtuvieron los mayores valores desde 2002. En efecto, la relación RIN/amortizaciones se elevó a 1.58; respecto al servicio de la deuda, llegó a 1.24 y el indicador total de posición de liquidez (incluyendo déficit externo) llegó a 1.32.

Conclusiones. Como hemos visto, los cálculos de los indicadores de vulnerabilidad externa son bastante sensibles a las cambiantes condiciones externas y sus valores prospectivos. A pesar de la continua acumulación de las RIN, los indicadores de amortiguación de las obligaciones externas lucen apenas adecuados, dadas

las dificultades por las que estará atravesando el país en materia petrolera en los próximos años. Anif considera que tanto el incremento de las RIN como estos indicadores de liquidez desvirtúan las afirmaciones de algunos congresistas y analistas en el sentido de que el Banco de la República “se salió con la suya” al haber vendido RIN, pues lo que hemos visto es que incrementó su acervo en más de 50%, hasta llevarlas a los US\$15.000 millones al cierre de 2005.

Como hemos visto, Colombia necesita más que “pura pasión” para analizar estos temas en profundidad. Por el momento lo que hemos constatado en materia de manejo de las RIN es ¡pura acumulación! Esta política no se puede aplicar de forma indiscriminada y debe estar orientada a cubrir las vulnerabilidades externas. Anif considera que es errado, en cambio, enfocar la política cambiaria por la vía de defender un arbitrario nivel de la tasa de cambio. De esta forma lo único que se ha logrado es poner a crecer los agregados monetarios a un promedio cercano al 18% nominal, cuando la economía no necesita más de 12%. Ese otro exceso de liquidez se ha ido entonces a inflar el mercado bursátil y de TES, generando innecesarios riesgos para la estabilidad macroeconómica. 

Cuadro 2. Indicadores de Reservas Internacionales de Colombia

	2002	2003	2004	2005*
B. Indicador de servicio de deuda				
RIN / servicio de la deuda año corriente	0.86	0.87	1.20	0.83
RIN / servicio de la deuda año siguiente	0.86	0.97	0.94	1.24
C. Indicador de posición adecuada de liquidez externa				
RIN / amortizaciones de deuda año corriente + déficit cta. cte. año corriente	0.94	0.98	1.39	0.87
RIN / amortizaciones de deuda año siguiente + déficit cta. cte. año siguiente	0.97	1.12	0.98	1.32
* hasta octubre de 2005 Fuentes: Banco de la República y cálculos Anif.				

XXIV Asamblea General de Anif

Las reformas económicas y sociales del período 2006-2010

Discurso de Luis Carlos Sarmiento Angulo
Presidente del Consejo Directivo de Anif

Introducción

La tarea tradicional de Anif, durante sus 35 años de existencia, ha sido la de analizar en profundidad el desempeño económico y social de Colombia. Como es bien sabido, se trata de un selecto grupo de investigadores económicos que, patrocinados por el sector financiero, se dedica a auscultar la consistencia analítica de la política económica en diversos frentes. De una parte, utilizan la solidez académica y los postulados de la ciencia económica para pensar soluciones “óptimas” a complejos problemas fiscales, monetarios, cambiarios, de seguridad social y de redistribución del ingreso. Pero, de otra parte, Anif se asegura de que sus análisis y propuestas contemplen siempre las limitantes de la economía política, en un mundo globalizado y democrático, lo cual implica la necesidad de armonizar los intereses de los diferentes agentes económicos con los del Estado.

La realización de la Vigésima Cuarta Asamblea de Anif durante este segundo trimestre del año 2006 constituye una gran oportunidad para evaluar lo que ha representado para Colombia el progreso económico alcanzado durante el período 2002-2006, a la vez que para formular algunos planteamientos que consideramos de gran conveniencia para el futuro, a fin de mantener y aun mejorar, en lo posible, los índices de desarrollo y bienestar alcanzados durante este período. Agradecemos por lo tanto la presencia del presidente Álvaro Uribe Vélez y su voluntad de acompañarnos en este certamen.

Me enorgullece poderme dirigir a ustedes hoy, en mi condición de Presidente de la Junta Directiva de Anif, para hacer este ejercicio tradicional de pensar el devenir del país, teniendo como telón de fondo los análisis que ha venido adelantando la Asociación. No sobra aclarar que ni Anif, ni su Junta Directiva, ni sus entidades afiliadas son ejecutoras directas de

las propuestas que venimos haciendo en calidad de “centro de investigaciones económicas” o como voceros de las entidades financieras adscritas. Sencillamente, se trata de temas de carácter público y de políticas de Estado que se deben debatir en forma amplia, cuando van a ser consideradas por los órganos legislativo y ejecutivo, tal como lo contempla nuestra Constitución.

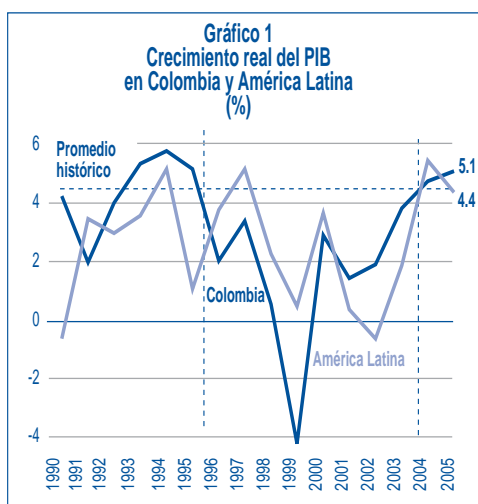
Es entonces pertinente ponernos en la tarea de dimensionarle al pensamiento colectivo lo que ha ocurrido durante el período 2002-2006, pues con frecuencia subestimamos la magnitud de los logros ya alcanzados por cuenta del diario quehacer. Como veremos por los resultados de este análisis, los colombianos tenemos importantes motivos para estar satisfechos y optimistas. Esta pausa analítica sobre los logros del último cuatrienio y los desafíos que estará enfrentando la administración gubernamental del período 2006-2010 muestra índices altamente favorables

a la gestión realizada y las tendencias de todos ellos resultan muy promisorias sobre lo que se pueda lograr en el próximo período, durante el cual todo indica que se contará, nuevamente y después de muchos años, con el respaldo parlamentario indispensable que permita obtener fluida aprobación de la legislación necesaria para complementar este proceso de desarrollo.

En lo personal, estoy convencido que, de continuar por la senda actual, nos será fácil a todos concebir nuestro país creciendo en los próximos años, de forma sostenida, a un ritmo superior al 6% real por año, abriendo en esta forma las puertas del progreso, para salir del subdesarrollo y lograr el objetivo fundamental de disminuir la pobreza de su gente; también será posible imaginar un proceso de paz abierto y marchando para todos aquellos que realmente quieran deponer las armas a cambio de fuentes promisorias y estables de trabajo y, en fin, podremos soñar con una Colombia donde el flagelo estructural de los altos niveles de pobreza absoluta se vuelva un tema del pasado, tal como ya ha ocurrido en países como España, Irlanda, Malasia o Chile, que, como nosotros, tuvieron en su momento que superar, con tesón y perseverancia, las consecuencias de los conflictos armados.

I. Balance del período 2002-2006

El sector productivo. Colombia ha promediado un crecimiento económico del orden de 4.5% real por año durante las últimas cinco décadas. Sin embargo, en la última década este indicador ha sido particularmente volátil, creciendo a tasas promedio de tan sólo medio punto porcentual en los años de la crisis 1998-2002, y acelerándose nuevamente a su valor



Fuentes: Cepal, Banco de la República y Dane.

medio histórico durante el período 2002-2005. La trayectoria de este último período ha sido especialmente esperanzadora, pues muestra una pendiente de recuperación que nos llevó a registrar un crecimiento de 5.1% anual durante 2005. Esta cifra sólo es comparable con los valores registrados durante los años dorados del período 1967-1974, cuando se logró una adecuada expansión económica, gracias al equilibrio alcanzado entre la demanda interna y la demanda externa.

En la primera parte de los años noventa, Colombia se había destacado en materia de crecimiento económico al superar el promedio de América Latina durante los años 1993-1995, alcanzando inclusive una bien ganada calificación de “riesgo de inversión”. Durante el período 1996-2000, sin embargo, su desempeño estuvo bien por debajo de la media de la región y sus graves problemas financieros y fiscales nos llevaron a perder dicha calificación, ubicándonos en el terreno del llamado “riesgo especulativo”. En los años 2001-2003, Colombia logró superar de nuevo el crecimiento medio de América Latina y sólo en el año 2005 logramos superar, al mismo tiempo, el crecimiento medio de la

región y nuestro propio desempeño histórico al alcanzar esa cifra de 5.1% real (gráfico 1).

Gracias a que esta aceleración del crecimiento del período 2002-2005 viene fundamentada en un recurrente incremento de la tasa de inversión productiva, cabe ser optimistas sobre la posibilidad de que el actual apalancamiento inversión/PIB, del orden de 20%, nos permita superar en este nuevo umbral el crecimiento de 5% real anual en los próximos años. Más aun, el propio gobierno en su “Visión-2019”, liderada por el Departamento Nacional de Planeación, ha venido señalando que éstas son las bases

sobre las cuales será posible que Colombia pueda crecer a ritmos de 6% real anual a la altura del año 2010. Creemos que esta fecha se anticipará, como ya ha venido sucediendo con otras proyecciones económicas que se han superado en la realidad. Esto implicaría que, por fin, Colombia tendría crecimientos reales de su ingreso per cápita del orden de 4% por año, lo cual conduciría a duplicar nuestro ingreso real per capita cada dos décadas, en vez de los cuarenta años que nos ha tomado hacerlo en décadas recientes.

La generación de empleo. La fuente fundamental de este círculo virtuoso del crecimiento reciente se encuentra en la generación de empleo, el cual ha venido creciendo a una tasa promedio de 3% anual. Esta tasa supera el crecimiento poblacional, que esperamos el censo reciente confirme en niveles inferiores a 2% anual, con lo cual la tasa de desempleo abierto ha descendido sistemáticamente de los niveles de 18% que nos dejó la crisis del período 1998-2000 a tasas que promediaron el 12% durante el año 2005. Se ha pronosticado que esta tasa de desempleo podría reducirse a 11% durante el presente año, lo cual implica que dentro de unos cuantos meses vuelve-

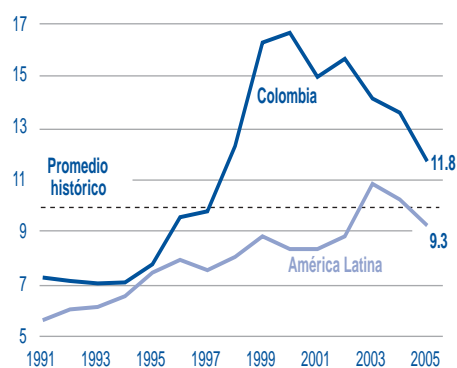
remos a estar por debajo del 10% que ha registrado históricamente Colombia. Aun así, el desempleo promedio de América Latina ha sido más bajo que el de Colombia, señalando que en este frente tenemos un gran desafío por delante (gráfico 2).

La lucha contra la pobreza.

Gracias a este dinamismo productivo y a la generación de nuevas fuentes de empleo, hoy también es posible constatar una reducción significativa en los índices de pobreza. En efecto, la Misión para la Reducción de la Pobreza informó recientemente que los índices de pobreza absoluta se habían logrado reducir de niveles de 57% en 2002 a 52% en 2004, registrando una caída de 5 puntos porcentuales en tan sólo dos años, y a cerca de 49% en 2005, lo cual implicó una reducción adicional de 3 puntos porcentuales en el último año (todas las cifras corresponden a septiembre de cada año y usan la metodología de Engel-Variable). Este importante descenso de 8% en los niveles de pobreza entre 2002-2005 ha implicado que cerca de 3.5 millones de colombianos hayan podido abandonar esa lamentable condición. Resulta muy importante resaltar que dicho descenso en la pobreza muestra una alta correlación, en primer lugar, con la aceleración del crecimiento económico (superior a 4% durante ese período) y, luego, con la reducción del desempleo a los niveles promedio de 12% (antes comentados).

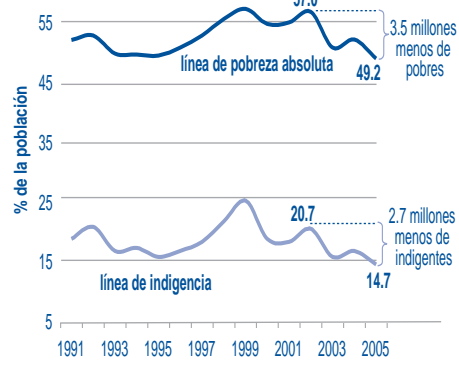
Aún más exitosa ha resultado la reducción de la indigencia (aquella proporción de la población que apenas devenga lo necesario para alimentarse), pues ha caído de niveles de 21% en 2002 a cerca de 15% en 2005. Esto implica que el número de indigentes se ha reducido en cerca de

Gráfico 2
Desempleo total en Colombia y América Latina
(promedio anual, %)



Fuentes: Cepal y Banco de la República.

Gráfico 3
Evolución de la pobreza absoluta
y la indigencia en Colombia
(% de la población)



Fuentes: MERPD-DNP.

2.7 millones durante el período 2002-2005 (gráfico 3).

Se ha logrado entonces un desempeño en el que la aceleración del crecimiento beneficia directamente a los estratos más bajos, lo que hoy se denomina crecimiento económico pro pobres. Estos impulsos naturales que dan la ola expansiva de la inversión y el empleo, ayudando a reducir la pobreza, se han visto complementados por los programas de tipo asistencial que promueve el propio gobierno.

Sobre esta relación entre crecimiento y reducción de la pobreza

también es pertinente señalar que el mejor desempeño económico produce ingresos adicionales por el pago de impuestos directos e indirectos, provenientes especialmente del sector financiero, dado su elevadísimo nivel de formalidad contable. Más aun, la llamada “elasticidad ingreso de los recaudos tributarios” en Colombia ha estado por encima de la unidad en años recientes, indicando que los recaudos efectivos han crecido por encima del ritmo del PIB real. Por ejemplo, en el caso del sector financiero, hemos observado que mientras las utilidades de los establecimientos de crédito crecieron un 16% durante 2005, el pago de tributos (directos e indirectos) realizado por este sector se incrementó un 25%, al elevarse de \$1.3 billones en 2004 a cerca de \$1.6 billones en 2005.

Todo lo anterior comprueba que, a través de la generación de empleo directo y del pago de dichos impuestos (de forma más que proporcional con relación al crecimiento económico), el sector productivo y especialmente el sector bancario ha estado contribuyendo a apuntalar esta sinergia existente entre el mayor crecimiento económico y esa clara reducción de la pobreza.

La reducción de la inflación y el mercado de capitales. Otro elemento fundamental que le ha dado soporte a la inversión y al crecimiento sostenido ha sido el éxito que se ha tenido en la lucha contra la inflación. Cabe recordar que los esquemas actuales de tasas de interés nominales fijas a largos plazos (y que ya no son exclusivos de la deuda pública) hubieran sido inconcebibles de no haberse ganado la lucha contra la inflación.

La clave ha estado en el arreglo institucional de tener un Banco Cen-

tral que, por mandato constitucional, tiene independencia en su manejo instrumental de las tasas de interés, la política cambiaria y crediticia, pero que al mismo tiempo debe coordinarse con el gobierno a la hora de fijar los grandes parámetros de la política macroeconómica. El descenso continuo de la inflación hasta niveles ligeramente inferiores al 5% en 2005 y con proyección de 4.5% en 2006, cuenta con una elevada credibilidad institucional, la cual ha sabido aprovechar el propio gobierno para adelantar una inteligente reestructuración de su deuda pública, en particular de su deuda externa, de tal manera que actualmente representa sólo el 33% del total de deuda pública, dejándole a la profundización del mercado de capitales local el restante 67% que representan los títulos TES.

En síntesis, Colombia ha dejado de ser la “necia y obstinada” con esa inflación moderada de 22% en promedio durante la década de los años noventa, que no nos dejaba planear a largo plazo. Si bien nos tomó un poco más de tiempo reducir la inflación que al resto de América Latina, durante los años 1995-1999, es evidente que en el período poscrisis lo hemos logrado con paso seguro, ubicándonos inclusive por debajo del valor medio de la región (gráfico 4).

La expansión crediticia. Gracias a este ambiente de renovado crecimiento económico y de baja inflación, también hemos visto a lo largo del período 2002-2006 un renacimiento del crédito. La cartera no hipotecaria se ha incrementado de niveles de 16% del PIB en 2002 a cerca de 20% del PIB en 2005. En el último año la cartera de consumo ha estado creciendo a tasas del 38% nominal, la comercial al 11% y la destinada al sector

de la pequeña y mediana industria (Mipymes) ha mantenido expansiones superiores al 50% en el último año. No obstante, la cartera hipotecaria se estuvo contrayendo durante todo el período 2000-2005, pero afortunadamente ya se nota una clara reversión de la tendencia decreciente que hace esperar que próximamente vuelva a tener crecimientos positivos (gráfico 5).

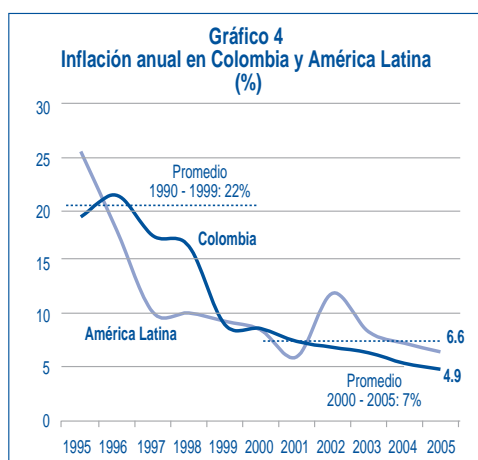
Sin embargo, la cartera total (incluyendo la hipotecaria) se mantiene en niveles inferiores a los observados antes de la crisis. Recordemos que la cartera del sector financiero llegó a representar cerca del 37% del PIB en el año 1997. Dicha cartera colapsó a

niveles de tan sólo 24% del PIB a la altura del año 2002 y se mantiene apenas en niveles de 23% del PIB al cierre de 2005. Es entonces evidente que el estancamiento de la cartera total tiene que ver en buena parte con la gran caída de la cartera hipotecaria, que representó tan sólo 3% del PIB al cierre de 2005, cuando a mediados de los años noventa se acercaba a 12% del PIB (una de las más sobresalientes de América Latina en esa época).

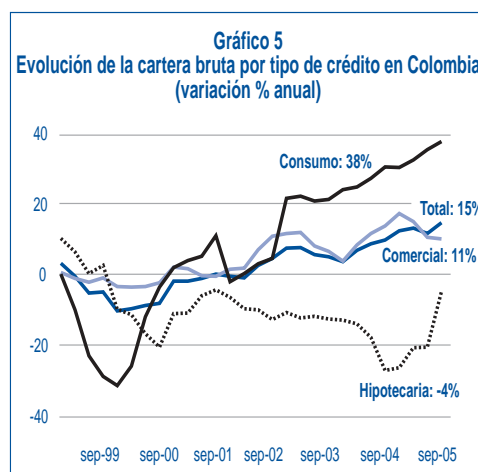
De forma paralela a la expansión crediticia (no hipotecaria), se ha renovado el grado de competencia entre los diferentes bancos del país, haciendo que el costo crediticio se haya podido reducir del 12% real que se tuvo a mediados de los años noventa a cerca de 8% real durante el año 2005. Más aún, esta competencia bancaria se ha extendido a una batalla por reducir también el costo de los créditos hipotecarios durante los años 2005-2006, cuyo ofrecimiento de tasas fijas nominales tiene implícito un costo del orden de 8% real para créditos a plazos de diez y hasta de veinte años.

El crédito a las Mipymes. Es indudable que el sector de las Mipymes se ha vuelto un segmento dinámico y atractivo para la banca colombiana en su conjunto. Se tiene estimado que dicha cartera se ha venido expandiendo a tasas superiores al 50% en los dos últimos años y esta porción ya representa cerca del 20% de la cartera total del sistema financiero.

No sobra repetir aquí que la mayor cantera que existe en materia de generación de empleo reside precisamente en las Mipymes. En este sentido, no cabe sino aplaudir estas sinergias que se han desarrollado entre el sector productivo y el sector financiero alrededor de



Fuentes: Cepal, Banco de la República y cálculos Anif.



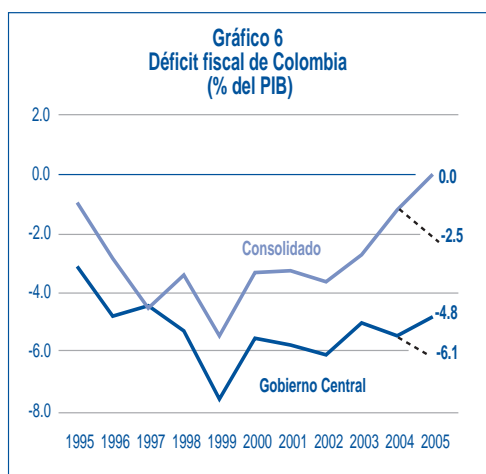
Fuentes: Superintendencia Financiera y cálculos Anif.

las Mipymes, con las cuales, señor Presidente, seguiremos comprometidos los empresarios del sector financiero.

El balance fiscal. En el frente fiscal se han tenido logros importantes y se ha hecho un buen uso de la favorable coyuntura internacional. Por ejemplo, una de las virtudes del gobierno estuvo en saber aprovechar el mayor crecimiento económico para mejorar al mismo tiempo su administración tributaria a través del conocido Plan Muisca. Además, la Administración Central logró resistir múltiples presiones políticas tendientes a incrementar el gasto público de forma discrecional en pleno año electoral. Por último, se hicieron estimulantes compromisos para destinar el grueso de los recursos obtenidos por privatizaciones a atender los pasivos que tiene la Nación, especialmente en el frente pensional, siendo la reciente operación de Telecom un indudable éxito a nivel internacional.

Los positivos resultados en el frente fiscal están a la vista. Al cierre del 2005, el déficit consolidado del sector público cerró prácticamente en equilibrio por primera vez desde 1994, y bien por debajo del 2.5% del PIB que se había acordado en el programa con el FMI. A nivel del Gobierno Central se logró reducir el déficit al 4.8% del PIB, inferior al 6.1% del PIB que se tenía acordado (gráfico 6).

Esta tendencia a ir mejorando el cierre fiscal agregado está sustentada en un superávit mayor en las áreas de la salud, las entidades territoriales y las empresas descentralizadas. A nivel del Gobierno Central es evidente el repunte en materia tributaria (alcanzándose una presión del orden de 14,9% del PIB), donde la mejor gestión derivada del programa Muisca ya se ha vuelto una realidad. También



Fuente: Confis.

ayudaron a este propósito el incremento de la tasa del IVA del 7% al 10% para algunos productos y la ampliación de la base del impuesto de renta (resultantes de las Leyes 788 de 2002 y 863 de 2003), así como los mayores recaudos provenientes del pago arancelario (dado que las importaciones crecieron 26%, medidas en dólares).

Para alcanzar estos resultados la administración Uribe, más que ninguna otra, ha buscado contener el gasto público. Recordemos las múltiples reformas, constitucionales y por vía de la Ley, que adelantó el gobierno para frenar las dádivas pensionales. Esta “bomba pensional” ya quedó desactivada en materia de regímenes excepcionales y gracias a ello prevalecerá hacia el futuro la Ley General de Pensiones y no los arreglos especiales que, entre otros factores, terminaron llevando a la quiebra a entidades como el BCH, la Caja Agraria o Telecom. No obstante, la tardanza de más de una década en haber adoptado los correctivos pensionales y

los múltiples fallos de las Altas Cortes, que impidieron acortar la llamada “transición pensional”, han incrementado los pagos pensionales a cerca de 4.8% del PIB en 2005 (incluyendo los recursos que salieron del Fonpet).

Es indudable que solo a través de perseguir este elusivo equilibrio fiscal será posible contener la emisión de TES y de deuda pública externa, lo cual se nos había convertido en una peligrosa “adicción” fiscal. La ventaja de frenar el endeudamiento público, debo repetirlo una vez más, es que precisamente por esta vía se le abre mayor espacio a la inversión productiva del sector privado, el cual, vale la pena recordar, es el que genera cerca del 90% del empleo en la actualidad; pero especialmente porque disminuye el

Al cierre de 2005, el déficit consolidado del sector público cerró prácticamente en equilibrio por primera vez desde 1994, y bien por debajo del 2.5% del PIB que se había acordado en el programa con el FMI.

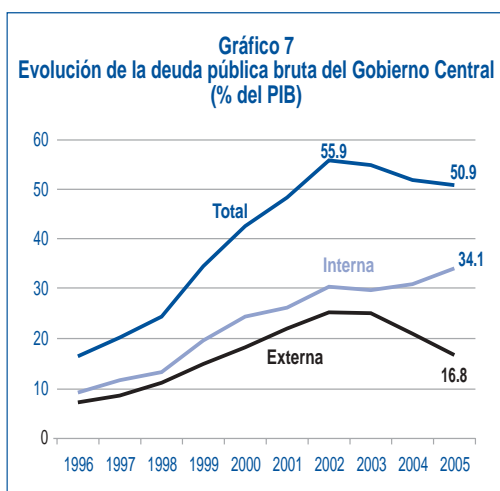
empobrecimiento de las generaciones futuras, pues el crecimiento desbocado del endeudamiento tanto interno como externo, de los años anteriores a 2002, ha sido la mayor causa de empobrecimiento de los colombianos. Todos recordamos que bajo el atractivo *slogan* de “pagar la deuda social” (sugestivo nombre que se acuñó para justificar ese desbordamiento de la deuda), se adquirieron cuantiosos créditos que hoy tenemos que pagar y cuya atención es la verdadera causa de que ahora no

se puedan destinar mayores recursos a la necesarísima construcción de infraestructura o a mejorar más los servicios que se prestan al sector más desprotegido de la población (gráficos 7 y 8).

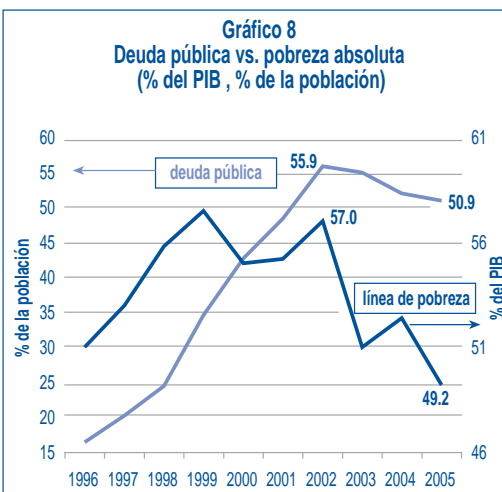
Más aún, la peregrina idea de que el incremento de la deuda pública podría justificarse en aras de avanzar en la lucha contra la pobreza queda totalmente desvirtuada a la luz de la experiencia histórica de Colombia durante la última década. En efecto, este mayor endeudamiento público no se vio acompañado de reducciones en los índices de pobreza absoluta, sino, por el contrario, lo que se observó fue incremento de la pobreza a niveles históricamente elevados de 57% precisamente en ese año 2002. En cambio, en años recientes se ha tenido la grata noticia de reducciones de la deuda pública a niveles de 51% del PIB, que se han ido acompañadas de caídas en los índices de pobreza a niveles de 49%, lo cual nos reitera la idea de que la pobreza no se combate con mayores desequilibrios fiscales, sino con el mayor dinamismo del sector privado (gráfico 8).

El sector externo y el TLC.

Como último elemento de nuestro balance del período 2002-2006 debemos resaltar los logros en el frente externo. De Colombia siempre se había dicho que se trataba de un país “parroquial”, encerrado en las tres cordilleras de los Andes. Hoy podemos decir, llenos de satisfacción, que tenemos un sector externo pujante y con claras perspectivas de llegar a emular los logros de aquellas economías del sureste asiático que decidieron fundamentar su desarrollo en el co-



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.



Fuentes: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, MERPD-DNP.



Fuente: Banco de la República.

mercio internacional. En efecto, durante todo el período 2003-2005 se ha tenido superávit en la cuenta comercial y dicho balance alcanzó a ser de US\$1.600 millones (equivalentes a 1.3% del PIB) en el año 2005. El total de las exportaciones de bienes ascendió a US\$21.726 millones en 2005, frente a un total de importaciones de bienes de US\$20.132 millones, arrojando el superávit ya mencionado. No debemos olvidar que dicho nivel de exportaciones era tan sólo de US\$10.500 millones y el de importaciones de US\$13.100 millones en 1995, luego hemos logrado prácticamente duplicar el valor comercial en el transcurso de una década (gráfico 9).

Para los próximos años la gran esperanza exportadora de Colombia está ligada a saber aprovechar las oportunidades que nos brinda el Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos, el cual todos aspiramos esté operando desde los inicios del año 2007.

II. La visión de Estado y las ventajas de la continuidad

Todo lo anterior nos permite reiterar la visión de tiempo atrás que hemos expresado muchos empresarios en el sentido de que no hay fórmula más eficaz y duradera para combatir la pobreza absoluta que aquella fundamentada en las políticas estatales que fomentan la inversión (tanto local como extranjera) y en la estabilidad jurídica. Sobre esta base es que se construye un multiplicador de crecimiento-empleo-exportaciones que redunde, necesariamente, en más consumo para los hogares, ma-

yor bienestar y, por lo tanto, un nuevo impulso para apuntalar este círculo virtuoso.

Lo que se ha corregido. Los colombianos identificamos, en las elecciones del año 2002, que dicho círculo virtuoso estaba quebrado en al menos dos “piñones” fundamentales. El primero tenía que ver con la falta de una política efectiva para poner a raya a la delincuencia organizada. La respuesta contundente del período 2002-2006 ha sido la de consolidar una política de Seguridad Democrática, la cual no sólo ha logrado expulsar a guerrilleros y paramilitares de zonas tan céntricas como el llamado “corredor del Sumapaz”, sino que ha permitido la movilización de carga y turistas desde los Llanos Orientales y el Valle del Cauca, pasando por Bogotá, hacia Medellín o Bucaramanga, buscando la costa norte del país. En esto ha jugado un papel crucial la inteligente alianza que se ha tenido con Estados Unidos alrededor del llamado “Plan Colombia.

Los datos relacionados hasta aquí sobre crecimiento, empleo y disminución de la pobreza demuestran, una vez más, que en estos últimos años Colombia ha estado avanzando en la dirección correcta y que los efectos de esta política de gobierno están llegando directamente a mejorar las condiciones de vida de los colombianos, especialmente de los más pobres.

Si la lucha de la insurgencia fuera sincera, lo anterior debería constituir la más fuerte motivación para que iniciaran, ahora sí, unas conversaciones serias tendientes a reincorporarse a la vida civil, pues los objetivos inicialmente alegados para justificar la rebeldía ya se están logrando por los caminos regulares de la democracia y de la ley. Pero si aun así no fuera posible lograr acuerdos, la continuación de estas políticas de gobierno constituirá un triunfo extraordinario,

pues dejará a la guerrilla sin causa de acción, ya que sus objetivos se estarán cumpliendo sin necesidad de continuar la lucha armada y, lo que sería aún peor para la guerrilla, a pesar de la subversión permanente del orden público por parte de ella.

El segundo “piñón”, que no rotaba a favor de la economía nacional, tenía que ver con la falta de perspectivas de mediano plazo a nivel internacional. Sin este segundo elemento, sencillamente la inversión extranjera no estaría interesada en venir a los sectores estratégicos del país, tales como la minería, el petróleo, las telecomunicaciones y el sector financiero en general. Se ha logrado, primero, extender los beneficios comerciales otorgados por Estados Unidos a los países de la zona andina que estuvieran comprometidos en la lucha contra el narcotráfico (programa conocido como el ATPDEA) y, segundo, remover ese carácter temporal de dichos beneficios al liderar la negociación del Tratado de Libre Comercio que con gran ahínco impulsó el talentoso equipo negociador de Colombia.

La conveniencia de la continuidad cuando las cosas marchan bien. Ha sido tradicional en Colombia la desaceleración del gobierno durante el último año de cada cuatrienio, cuando según se dice en el lenguaje coloquial “ya se tiene el sol a las espaldas”, lo mismo que durante un tiempo de puesta en marcha cuando se inicia cada nuevo período, mientras se efectúan todos los nuevos nombramientos y se completa la instalación. En esta oportu-

nidad, Colombia tendrá un beneficio adicional por la desaparición de estos dos lapsos de marcha lenta ya que, como la mayoría de los colombianos creemos, el presidente Álvaro Uribe será reelegido, haciendo que desaparezca el costo y entorpecimiento de la administración que traen consigo estas circunstancias.

En estos últimos años Colombia ha estado avanzando en la dirección correcta y los efectos de esta política de gobierno están llegando directamente a mejorar las condiciones de vida de los colombianos, especialmente de los más pobres.

Pues bien, estamos a la expectativa de una doble condición histórica favorable: un presidente reelecto y un Congreso que en su mayoría lo respaldará. Esta favorable circunstancia será crucial para emprender rápidamente las urgentes tareas que le aguardan al gobierno del próximo cuatrienio. Es claro entonces que la coyuntura política está dada para que la próxima administración se mueva rápidamente a presentar un paquete de reformas estructurales a este nuevo Congreso, en el cabal entendimiento de que buena parte del éxito legislativo radica en el factor de oportunidad con que se radiquen dichos proyectos de Ley.

III. La agenda del período 2006-2010

Serán muy numerosos los proyectos que deberán abordar el ejecutivo y el legislativo en las próximas

sesiones del Congreso, pero sólo voy a mencionar los que a mi juicio revisan la mayor importancia en la actual coyuntura.

Hacia una reforma tributaria integral. Quiero referirme en primer lugar al tema de la ampliación de la base de tributación. Estoy convencido, y he tenido oportunidad de destacarlo en otras ocasiones, que dicha ampliación es indispensable no sólo desde el punto de vista de mejoras en

bases mínimas patrimoniales y de ingresos, que, junto con el anterior, han logrado llevar el número de declarantes de un pobre 3% del total de trabajadores activos, al cierre de 2003, a un 6.4% en la actualidad y, según las proyecciones de la Dian, a un 10.6% (bordeando los 2 millones de declarantes) al finalizar 2006. Es evidente que este procedimiento hace que todos pongamos nuestro granito de arena, además de ayudar a combatir el testaferrato que tanto ha impulsado la delincuencia organizada en años recientes.

Son estas dos acciones las que resultan críticas a la hora de conseguir el objetivo de ampliar la base tributaria, el cual a su vez, es de la mayor importancia para resolver las inequidades sociales existentes en nuestro sistema de gobierno. La última de ellas, la de ampliar las ba-

ses gravables mínimas para el patrimonio y los ingresos, debe continuar como una rutina que hará que hacia el futuro cada vez más colombianos se incorporen a la planilla de agentes que soportan el sostenimiento del Estado. Ésta será la labor de la hormiga, lenta pero sólida y de muy promisorios resultados a largo plazo. Pero donde realmente existen ricos filones es en la primera, a la cual debemos dedicar la mayor cantidad de recursos y actividad. Se trata de poner a pagar impuestos a un grupo de colombianos, presumiblemente muy numeroso, que utilizan el conocido expediente nacional de “pasar agachados”, es decir no aparecer para evadir sus obligaciones legales tributarias. Sobre estos evasores, o sea aquellos que debiendo pagar impuestos no lo hacen, se debería concentrar el máximo esfuerzo con el propósito de detectarlos, identificarlos y obligarlos a cumplir con sus obligaciones fiscales.

Digo que se debe suponer que se trata de un número muy considerable de personas, al observar la cifra de menos del 1% de la población económicamente activa que paga cerca del 80% del total de los impuestos de renta del país. Verdaderamente si esto fuera cierto cabría preguntarse entonces ¿quiénes son los compradores de las numerosas viviendas de estrato 6 que se construyen o los que ocupan en su totalidad la oferta turística de hoteles y transportes, especialmente la más lujosa, o aún más diciente, quiénes son los dueños de los numerosos negocios que, a juzgar por sus declaraciones, no producen utilidades, o sólo en muy pequeña cantidad, pero que año tras año crecen como la espuma?

El positivo resultado fiscal ha estado a la vista: el recaudo tributario del Gobierno Central logró elevarse a niveles cercanos al 15% del PIB en el año 2005, respecto al nivel de 10% del PIB que se tuvo a principios de los años noventa y al 13% del PIB que se registró al cierre de 2002. La clave ha estado, desde luego, en el repunte de la economía del período reciente 2003-2005, pero igualmente importante, para este efecto, en la mejor gestión tributaria.

Hacia el futuro, es indispensable que el gobierno calibre bien cuál debe ser la nueva tasa de tributación efectiva, de cara a las necesidades fiscales en materia de pensiones, salud, gasto militar, etc., pero también teniendo en cuenta la competitividad que debe arrojar la producción nacional, en un mundo cada vez más globalizado, y especialmente frente al Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos, que esperamos pronto sea una realidad para Colombia, como ya lo mencionamos.

En todo caso, insistimos en que se debería eliminar un impuesto tan antitécnico como el gravamen a los movimientos financieros, que pagan en dos terceras partes los usuarios de los servicios financieros. Acogemos,

El objetivo de ampliar la base tributaria es de la mayor importancia para resolver las inequidades sociales existentes en nuestro sistema de gobierno.

el recaudo y de eficiencia tributaria, sino también de equidad social.

El éxito reciente que viene mostrando la gestión de la Dian es precisamente un resultado directo de dos acciones muy concretas y bien focalizadas en la extensión de la cobertura tributaria y no de simples elevaciones en las tasas nominales de tributación. La primera ha tenido que ver con el cruce de cuentas de diversos activos, tarjetas de crédito y transacciones comerciales, que le ha permitido a la Dian detectar numerosos agentes económicos que ni siquiera declaran renta, pero sí mueven grandes sumas de dinero. Este cruce de información ha sido uno de los puntales claves del nuevo programa Muisca, antes mencionado, el cual entendemos apenas va por su fase intermedia y ya tiene logros importantes para mostrar en materia de mayor eficiencia y equidad social.

El segundo componente de esa estrategia ha sido la ampliación de las

por sensata, la propuesta reciente del Gobierno Nacional en el sentido de buscar mecanismos de desmonte gradual de este gravamen.

En materia de IVA el tema parece estar también claro desde el punto de vista técnico y de equidad social. Como es bien sabido, la forma moderna de la solidaridad social ocurre, en un alto porcentaje, por la vía del gasto social, focalizado en los programas de apoyo a los más necesitados. Esta vía de aplicación mundial, especialmente en las llamadas social-democracias tipo europeo, exige cobros de IVA cuasiuniversales y claramente a tarifas superiores a las que se cobran hoy en Colombia.

La consigna en materia tributaria debe ser entonces la de ampliar las bases tributarias y no necesariamente la de elevar las tasas, de por sí excesivamente altas en el caso del impuesto a la renta. Como ya se mencionó, esta estrategia es igualmente necesaria, tanto desde la óptica de lograr una mejor eficiencia, como para conseguir mayor equidad en el recaudo, porque todos los agentes económicos deben ayudar con la carga tributaria que necesita nuestro país para consolidar la paz, mejorar las coberturas en seguridad social y combatir la pobreza.

Sin reparo de lo anterior, soy consciente que el país atraviesa por momentos cruciales en materia de lucha contra el narcotráfico y la delincuencia organizada, razón por la cual he manifestado públicamente mi apoyo a la iniciativa gubernamental de impulsar la modernización del equipo militar a través de un nuevo impuesto patrimonial, de carácter temporal.

La aprobación del TLC por parte del Congreso y las Altas Cortes. Ya expliqué cómo el país asiste a una oportunidad histórica, en la cual la buena agenda de la Seguridad Democrática, obstinada en imponer el “imperio de la ley” en todo el

territorio nacional, encuentra ahora un instrumental pronto y efectivo en la gobernabilidad que le otorga la Ley de Bancadas y las mayorías partidistas que han expresado su coincidencia programática con la administración Uribe.

Una de las primeras pruebas que enfrentará el gobernante del período 2006-2010 será la de lograr la aprobación del TLC en el Congreso de Colombia. Tal como están hoy las cosas, me atrevería a decir que los mayores riesgos no están en Colombia, sino probablemente en las Cámaras Legislativas de Estados Unidos. Es allá donde deben aplicarse los mayores cuidados, pues es evidente que el TLC fue asimétricamente negociado a favor de Colombia, que es el gran ganador de esa larga contienda de veintidós meses de negociación. Con este hecho irrefutable a mano y el difícil antecedente que se tuvo en la aprobación del tratado CAFTA (entre los países Centroamericanos y Estados Unidos), la estrategia óptima que cabe esperar de parte del Congreso colombiano es que se eva-

cue rápidamente esa aprobación, como la forma de superar esta guerra del narcotráfico, abriendo el camino de la exportación a muchos otros productos. No los aburriré con disquisiciones sobre lo que el TLC logró, déjenme sencillamente aprovechar esta importante audiencia para hacer un único llamado en pos de la sentida necesidad que tenemos de promover el capital humano colombiano. De cara al TLC, al comercio de bienes y servicios a nivel global, es urgente que Colombia expanda su programa de capacitación en el exterior. Ésta ha sido parte de la fórmula del éxito en países que eran similares a Colombia unos treinta años atrás, como

Chile o Corea del Sur. Pues bien, esos países tienen montados esquemas de capacitación en el exterior que les han permitido generar tecnología, desarrollo y hasta su propio mundo académico. Por ejemplo, Chile mantiene unos 8.500 estudiantes de postgrado en el exterior y Corea del Sur unos 50,000, que cuando regresan a su país benefician con sus conocimientos los procesos productivos y la academia local. Cifras tentativas nos indican que Colombia apenas si logra mantener unos 1.500 estudiantes de posgrado en el exterior (teniendo una población similar a la de Corea del Sur), lo cual es claramente insuficiente para enfrentar tales desafíos.

El TLC fue asimétricamente negociado a favor de Colombia, que es el gran ganador de esa larga contienda de veintidós meses de negociación.

Los esfuerzos que viene haciendo el sistema de becas de las universidades públicas y privadas, del Banco de la República, la Federación de Cafeteros, Ecopetrol y entidades similares a Colfuturo, cuya Junta Directiva me honro en presidir, no están a tono con los desafíos que implica el TLC. Es indispensable entonces que el sector privado, junto con el Gobierno colombiano, concreten fórmulas para lograr la colaboración de organismos internacionales, con el fin de formar un capital semilla que verdaderamente apoye la capacitación de colombianos en el exterior, eso sí con el firme propósito de que esos beneficiados se comprometan a regresar al país para aplicar sus conocimientos y colabo-

rar en la preparación de otros profesionales, todo ello tendiente a tecnificar y mejorar nuestra competitividad.

Plan de obras públicas. Vemos con gran entusiasmo el muy importante plan de obras públicas, consistente en las concesiones de autopistas que se adelantarán entre los años 2006 y 2014, que acaba de ser aprobado en la reunión del Conpes del 6 de marzo de este año.

La malversación de fondos públicos se ha exacerbado con la profundización de la descentralización fiscal y política ordenada por la Constitución de 1991.

Verdaderamente se hace muy difícil imaginar un país con el grado de desarrollo y actividad para los cuales se ha venido preparando Colombia en los últimos años, sin un muy importante plan de construcción de obras públicas, que armonice los esfuerzos en las distintas áreas del desarrollo. Debido a la estrechez habitual de recursos, Colombia ha sido muy tímida en este campo porque sabemos que todos los presupuestos anuales tienen la tendencia a reducirlos cuando se enfrentan a urgencias apremiantes de primera necesidad y, en esta forma, obras de indiscutible conveniencia e importancia se aplazan año tras año. Pero los aplazamientos no pueden ser indefinidos y a nosotros nos ha llegado el momento en que no dan más espera.

De otra parte, las circunstancias para adelantar estos programas son particularmente favorables debido a la holgura financiera del momento. En efecto, la mayor limitante para este propósito ha sido tradicional-

mente la carencia de financiamiento, pero en esta oportunidad existe disponibilidad de recursos en el sistema financiero en general y considero que, adicionalmente, se deberían utilizar los excedentes de los fondos de pensiones y cesantías, debido a las claras sinergias existentes entre las necesidades y las disponibilidades: entre ellas puedo mencionar los cuantiosos volúmenes de recursos, la mutua conveniencia en la utilización de largo plazo, el rendimiento económico de la inversión, el compromiso común con el desarrollo nacional y el origen de los recursos que harían particularmente adecuada y justa su utilización en obras de beneficio para la comunidad.

Reforma a las transferencias territoriales.

Uno de los desafíos que tendrá la administración del período 2006-2010, hacia el mediano plazo, será evitar que las transferencias que hace el Gobierno Central a los gobiernos territoriales crezcan de forma exagerada, por cuenta de la vinculación que tendrán dichas transferencias a los llamados “ingresos corrientes” de la Nación a partir del año 2009. Como es bien sabido, la reforma constitucional a las transferencias territoriales prevé que, durante el período 2002-2008, dichas transferencias estarán creciendo un 2.25% real por año, un poco superior al crecimiento poblacional. Dado que se espera que el crecimiento promedio de la economía y, por lo tanto, de los recaudos tributarios superen dicha cifra de crecimiento de la población durante todos estos años, es claro que el Gobierno Nacional logró “comprar algo de tiempo” en materia de espacio fiscal para atender sus propias obligaciones pensionales, el pago de intereses, el financiamiento del conflicto, la ampliación de las

coberturas en seguridad social y, en fin, tantas otras obligaciones que presionan el fisco nacional.

Infortunadamente, los cálculos del propio gobierno y de los especialistas en estos temas señalan que, a partir del año 2009, dichas transferencias territoriales, al quedar nuevamente atadas al desempeño reciente de los recaudos tributarios del Gobierno Central, podrían elevarse de los niveles actuales de 5.3% del PIB a cerca de 6.3% del PIB. Este salto en las obligaciones del Gobierno Central sería exagerado. Esto no sólo desde el punto de vista de las posibilidades de llegar a equilibrar las finanzas públicas, sino también evaluado desde la óptica de las verdaderas necesidades territoriales en materia de educación y salud. Precisamente los resultados del censo poblacional de 2005-2006 servirán para detectar dónde es que están esas asimetrías regionales y así poder aplicar a cabalidad el principio de la Ley 715 de 2002. Esta Ley busca que dichas transferencias se hagan en función de la demanda efectiva que surja de la población para la prestación de servicios de educación y salud, y no con base en unos criterios históricos de “giros en bloque” que hoy no se compaginan, en muchos casos, con sus requerimientos poblacionales.

Por último, no puedo dejar de mencionar la importancia de perseverar en la lucha contra la corrupción. La malversación de fondos públicos se ha exacerbado con la profundización de la descentralización fiscal y política ordenada por la Constitución de 1991. Se ha vuelto común que una parte del esfuerzo tributario del Gobierno Central termine dilapidándose por cuenta de los anillos de corrupción locales. Infortunadamente, dicha corrupción ocurre mayormente en los lugares más pobres, donde existe un menor capital humano capaz de gerenciar dicha pobreza

y donde abundan las transferencias del Gobierno Central, especialmente cuando están de por medio las “regalías mineras y petroleras”. Para evitar esto lo más posible, es indispensable la supervisión y guía del gobierno central, donde el Departamento Nacional de Planeación y los estamentos de control tienen una gran tarea por delante.

IV. Conclusiones

Tuve la oportunidad, hace exactamente un año (en abril de 2005), de analizar y compartir con otros dirigentes del sector empresarial colombiano la agenda procrecimiento y antipobreza, a instancias del foro organizado por Unión Fenosa y El Tiempo. Allí hice eco de planteamientos que ha venido reiterando el sector privado. En primer lugar quise destacar en aquel entonces los logros y la urgencia de continuar profundizando las exitosas políticas de la Seguridad Democrática, mucho antes de que se discutiera la reforma constitucional sobre reelección en Colombia y, por supuesto, antes de que ella fuera ratificada por la Corte Constitucional. Como lo mencioné al inicio de estas reflexiones, estoy convencido de que la continuidad de las políticas implementadas durante el período 2002-2006 nos permitirá devolverle la esperanza al país y así seremos capaces de imponer las vías democráticas del diálogo y de la paz duradera.

También destaqué en aquel entonces la importancia de las “instituciones”; hice una radiografía del “descuadernamiento institucional” de las últimas décadas, especialmente en las áreas de aplicación de la justicia y de incertidumbre en las reglas tributarias y comerciales. El mensaje fundamental que ha venido dando el sector privado a este respecto es que “el fin de la pobreza absoluta” podría no estar tan distante, ni tan escondido

como lo perciben los populistas, si tan sólo tuviéramos reglas estables hacia el mediano plazo en todos estos campos fiscales y comerciales. De hecho, este sueño social bien podría fraguarse si el Estado asegurara condiciones empresariales básicas, que permitieran aprovechar los tangibles efectos multiplicadores del crecimiento sobre la generación del empleo y la reducción de la pobreza absoluta.

Un tercer elemento sobre nuestra preocupación con la agenda de mediano plazo ha tenido que ver con hacer que en Colombia se apliquen las lecciones que nos han dejado “los casos exitosos”. Éste fue el caso de la visita que, en junio de 2005, hizo a Colombia el Primer Ministro de Malasia, señor Mahathir Bin Mohamad, quien gobernó dicho país por algo más de dos décadas. El país tuvo la oportunidad de escuchar cómo fue posible que Malasia hubiera logrado duplicar su ingreso per cápita cada veinte años, en vez de los casi cuarenta años que nos ha tomado a nosotros. Más aún, los logros en materia de lucha contra la pobreza absoluta son tanto más dicentes, pues se estima que hoy sólo un 1% de la pobla-

ción está en la pobreza absoluta en Malasia, lo cual contrasta con el 50% que tiene América Latina.


Yo quiero sencillamente concluir estas reflexiones diciendo que no es éste el momento histórico para cambiar la ruta de Colombia, pues el camino que hemos adoptado en el pasado reciente (2002-2006) ha probado ser exitoso y ya empezamos a ver los frutos de su perseverancia. La economía ha mostrado más vigor del inicialmente pensado. La inversión privada ha repuntado y a este ritmo pronto aceleraremos el creci-

miento real al 6% anual. Las variables macroeconómicas están bajo control, la inflación es baja, al igual que las tasas de interés. Todo esto lo ha entendido la Inversión Extranjera Directa, la cual continúa viniendo para apoyar los grandes proyectos de negocios en Colombia.

En síntesis, mal haría el país en regresar a buscar agendas volátiles, autárquicas, cuando la historia de Malasia, Chile y tantas otras indican que el progreso económico y social atraviesa necesariamente por la apertura al comercio internacional, con reglas estables de largo plazo equitativas para las partes, que es precisamente lo que se pretende a través de la pronta aprobación del TLC por parte de los respectivos congresos y cortes.

Siempre hemos sabido que la superación del subdesarrollo tiene uno de sus grandes obstáculos en la implementación de las soluciones. Hoy

La continuidad de las políticas implementadas durante el período 2002-2006 nos permitirá devolverle la esperanza al país y así seremos capaces de imponer las vías democráticas del diálogo y de la paz duradera.

tenemos un optimismo bien fundamentado en ejecutorias ya probadas recientemente en el país. Ellas no sólo tienen un claro norte estratégico, pues apuntan hacia el mayor crecimiento económico y la reducción de la pobreza, sino que cuentan con la destreza operativa de un mandatario que lleva años triunfando en la vida pública local y nacional; por todas estas razones quiero compartir con ustedes mi profundo optimismo acerca de las grandes ejecutorias que le aguardan a nuestra querida Colombia para el período 2006-2010. 

Clonación, replicación y relevancia en economía

Por: Sergio Clavijo

En enero de 2006, el prestigioso *US-Journal of Science* anunció en su editorial que se retractaba de la publicación que había hecho de dos artículos liderados por el hasta entonces famoso doctor Woo-suk Hwang de la Universidad Nacional de Seúl, Corea del Sur. En dichos artículos, el doctor Hwang (2004; 2005) había convencido a la comunidad científica mundial de que su equipo era capaz de clonar células madre de seres humanos (también las de un perro). Con ese “triunfo” de manipulación de células vivas, el doctor Hwang había abierto grandes esperanzas de poder llegar a curar enfermedades neuronales, tales como el mal de Parkinson o aquellas que requerían transformaciones de células madres.

Sin embargo, tras varios meses de investigación, un comité de la propia Universidad de Seúl llegó a la conclusión de que el doctor Hwang y su equipo de investigadores había falseado dichas células y, en vez de que éstas fueran el resultado de una clonación, sencillamente correspondían a la partición burda de células humanas. Todo el equipo de investigación empezó por preguntarse lo más elemental: ¿dónde había conseguido células madre el doctor Hwang? Al tener que responder que había violado códigos éticos de conducta para obtener y manipular dichas células, se hizo evidente que las explicaciones del doctor Hwang no coincidían

con las de su equipo técnico y, posteriormente, se supo la falsedad de sus supuestas clonaciones.

El doctor Hwang ha sido despedido de la Universidad de Seúl y los equipos internacionales de ingeniería genética, especialmente el de Newcastle en Gran Bretaña, han amenazado con retirar su apoyo financiero a la idea que se tenía de convertir a Seúl en una especie de *hub* mundial de la ingeniería genética.

Se ha hecho evidente el gran daño que se le hizo a la comunidad científica por cuenta de un deliberado falseamiento de la evidencia empírica. Como suele ocurrir en el caso de la genética y en las ciencias de la salud, dicho falseamiento en realidad hubiera tomado mucho más tiempo en descubrirse si el mecanismo escogido hubiera sido el de intentar “replicar” los hallazgos del doctor Hwang. El proceso de “replicación” de dichos experimentos biológicos es costoso y, además, el celo científico tiende a impedir que los equipos que compiten entre sí lleguen a compartir la información necesaria para poder comprobar *directamente* la veracidad de tal o cual hallazgo. El doctor Murdock de Newcastle expresó bien este dilema, recién conoció los “hallazgos” del doctor Hwang en 2004: “Sencillamente, su equipo debería aprender a hacer esas “clonaciones” del doctor Hwang partiendo casi de la nada, pues la comunidad científica

poco comparte su conocimiento profundo, más allá de las publicaciones científicas, las cuales ahora resulta que, en estos casos, eran falsas.”

En Colombia también ha sido notoria la polémica que ha generado el caso de la “famosa” vacuna sintética para combatir la malaria, “creada” por el equipo del doctor Manuel Elkin Patarroyo. Como es sabido, prestigiosos *Journals* (como el propio *Science* y *Nature*) han puesto en duda la validez de dichos hallazgos, al no poder replicar con “éxito” sus poderes preventivos frente a la malaria (Gaviria, 2004).

¿Qué pasa con las replications en economía? Alguien cercano a los centros de investigación económica de las universidades más prestigiosas podría concluir que problemas como los del doctor Hwang (sobre falsedad empírico-científica) no existen en el campo económico. Esta conclusión podría surgir bien porque a esa comunidad poco le importa la aplicación práctica que pueda llegar a tener el material salido de los centros de investigación o, alternativamente, porque el mundo de la “replicación en economía”, en realidad, está muerto.

A este respecto cabe señalar que el interés por la “replicación en economía” alguna vez estuvo vivo. Por ejemplo, Dewald *et. al* (1986) reportaron que el prestigioso *Journal of Money Credit and Banking* (JMCB) impulsó durante 1982-1986 la creación de una base de datos “obligatoria” para quienes quisieran publicar allí, teniendo como objetivo facilitar la “replicación científica” de las conclusiones sustentadas en la evidencia empírica.

A pesar de todo el empeño puesto por entidades tan prestigiosas como el *American Economic Association* (a través de su AER) y la Universidad de

Chicago (vía su JPE), y del impulso dado por personajes de la talla de B. Friedman y G. Stigler, bien puede concluirse que todo ese esfuerzo por “disciplinar” el mercado de las publicaciones “científicas” en economía terminó siendo un fracaso.

En esa época se llegaron a las siguientes (tristes) conclusiones (Dewald, *et. al* 1986): 1) la replicación en economía es extremadamente costosa, por falta de bases de datos homogéneas o la total carencia de éstas en los casos en que los autores generan sus propios sondeos o cálculos; 2) la tarea de fomentar la replicación en economía ha encontrado un gran obstáculo en el propio “establecimiento”, pues la profesión otorga muy poco valor a descifrar la “verdad” a partir de tal o cual prueba econométrica o análisis empírico; en realidad, el mundo académico opera con el criterio de que el prestigio se crea a través de la generación de nuevas técnicas y no de la “réplica” y la opinión sobre lo que otros encontraron; y 3) con frecuencia el proceso de replications en economía se interpreta como si los interesados en estas “tareas de bien público” carecieran de ideas propias o estuvieran buscando pleitos de tipo interuniversitario o, peor aún, rencillas interpersonales.

Curiosamente, en el mundo de la hoja-electrónica y de la web (capaces de alma-

...Ha sido notoria la polémica que ha generado el caso de la “famosa” vacuna sintética para combatir la malaria, “creada” por el equipo del doctor Manuel Elkin Patarroyo.

...Pero prestigiosos *Journals* (como el propio *Science* y *Nature*) han puesto en duda la validez de dichos hallazgos, al no poder replicar con “éxito” sus poderes preventivos.

cenar grandes bases de datos a un costo muy bajo), el interés por la “replicación” en economía no ha surgido como una tarea que lideren los *Journals* más prestigiosos. ¿Qué pasó con la idea que tuvo la *Econometrica* en 1933 de facilitar todas las bases de datos de los artículos allí publicados? ¿A dónde fue a parar la idea de crear un *clearing-house* de información económica por cuenta del JPE-JMCB hacia mediados de los años ochenta?

Para muchos de nosotros no deja de ser paradójico que precisamente estas iniciativas de los *freemarketeers*, como JPE-JMCB, hayan terminado como una “gran falla de mercado”. Sencillamente, la falta de control de estas externalidades (antes mencionadas) no pudieron ser superadas por cuenta de una “gran inacción colectiva” (oh, Mancur Olson, ¡cuánta falta nos haces!).

Para aquellos que todavía piensan que la “replicación en economía” no encierra una tarea importante, bástenos señalar que el gran debate sobre “instituciones” vs. “geografía” está lejos de superarse y allí la calidad de las bases de datos ha resultado determinante (Clavijo, 2005). Por ejemplo, Sachs (2004) recientemente señaló que bastaba con medir de mejor manera el *proxy* de los determinantes geográficos para concluir que, en realidad, “la geografía todavía mandaba” sobre “las instituciones” (Acemoglu *et. al.*, 2002).

¿Qué lecciones prácticas podemos extraer de todo esto? 1. Que es posible que existan muchos doctores Hwangs en economía y que ello no puede ser ignorado por la profesión, a riesgo de seguir todos nosotros engañándonos mutuamente (y todavía pensando que andamos por el camino correcto). 2. Que si el JPE-JMCB fracasó en su intento por “forzar” bases de datos públicas para promover la replicación, todavía existe la vía alternativa de corregir esta “falla de mercado” a través de “competir”

por la verdad. 3. Una forma de impulsar dicha búsqueda científica (con base en el sustento empírico-teórico) es a través de darle un justo precio a la replicación en economía, promoviendo como una línea de investigación válida-valorada, al menos en nuestro medio colombiano.

En síntesis, se trata entonces de promover el intercambio y la disponibilidad pública de la información económica que sustenta las investigaciones y, segundo, de premiar aquellas investigaciones que escuchan al prójimo, replican al prójimo, dialogan con el prójimo, en vez de continuar con la peregrina idea de que sólo las investigaciones tipo “llanero-solitario” son las que empujan la frontera del conocimiento.

¡No olvidemos nunca las lecciones del desprestigiado doctor Hwang! ANIF

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Acemoglu, D., S. Johnson, and J. Robinson (2001), “The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation”, *American Economic Review*, diciembre.
- Clavijo, S. (2003), “Crecimiento, productividad y la nueva economía: implicaciones para Colombia”, *Revista del Banco de la República*, mayo.
- Dewald, W. G., J.G. Thursby y R.G. Anderson (1986), “Replication in Empirical Economics: The Journal of Money, Credit, and Banking Project”, *American Economic Review*, septiembre.
- Gaviria, A. (2005), *Del Romanticismo al realismo social y otros ensayos* (Editorial Norma-Uniandes, julio).
- Hwang, W. S. *et al.* (2004), “Evidence of a Pluripotent Human Embryonic Stem Cell Line Derived from a Cloned Blastocyst”, *Science* (303, 1669).
- Hwang, W. S. *et al.*, (2005), “Patient-Specific Embryonic Stem Cells Derived from Human SCNT Blastocysts”, *Science* (308, 1777).
- Sachs, J. (2004), “Developing Africa’s Economy: Doing the Sums on Africa”, *The Economist* (Article by Invitation, May 22nd).